

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE DOUTORADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

**RISCO DE INFORMAÇÃO, CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E A INCERTEZA DO
AMBIENTE INFORMACIONAL**

**JOÃO PESSOA – PB
2019**

RISCO DE INFORMAÇÃO, CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E A INCERTEZA DO AMBIENTE INFORMACIONAL

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos.

Orientador: Márcio André Veras Machado, Dr.

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

O48r Oliveira, Kallyse Priscila Soares de.
RISCO DE INFORMAÇÃO, CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E A
INCERTEZA DO AMBIENTE INFORMACIONAL / Kallyse Priscila
Soares de Oliveira. - João Pessoa, 2019.
100 f. : il.

Orientação: Márcio André Veras Machado.
Tese (Doutorado) - UFPB/CCSA.

1. Ambiente Informacional. 2. Assimetria de Informação.
3. Custo do Capital Próprio. 4. Qualidade da Informação
Contábil. I. Machado, Márcio André Veras. II. Título.

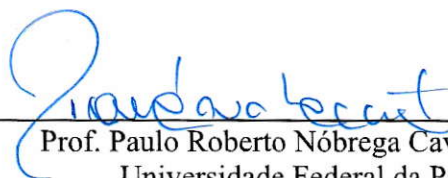
UFPB/BC

**RISCO DE INFORMAÇÃO, CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E A INCERTEZA
DO AMBIENTE INFORMACIONAL**

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Prof. Márcio André Veras Machado, Dr.
Universidade Federal da Paraíba
(Orientador)



Prof. Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante, Dr.
Universidade Federal da Paraíba
(Avaliador Interno)



Prof. Paulo Amilton Maia Leite Filho, Dr.
Universidade Federal da Paraíba
(Avaliador Interno)

Prof. Vinícius Gomes Martins, Dr.
Universidade Federal de Pernambuco
(Avaliador Externo)

Prof. Marcelo Álvaro da Silva Macedo, Dr.
Universidade Federal do Rio de Janeiro
(Avaliador Externo)

**Aos meus pais, ao meu esposo e
aos meus irmãos.**

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por estar comigo em todos os momentos da minha vida, por me dar a oportunidade de ter vivenciado todas as experiências alegres e tristes nesta fase, por ser minha força e fortaleza, e por me ensinar a ser resiliente, foi um grande aprendizado. Sem a companhia Dele, não seria possível concluir a caminhada, obrigada Pai Supremo por nunca me abandonar.

Aos meu pais, Gildo e Cosma, por serem meu referencial, minha motivação para chegar até o fim. Obrigada pelo amor incondicional que vocês têm por mim. O que sou hoje é resultado de muitos esforços, renúncias e ensinamentos realizados por vocês. Obrigada, amo vocês Painho e Mainha.

Ao meu esposo, Júnior, por ser companheiro, amável e compreensivo. Sei o que você teve que suportar para a realização desse meu sonho. Saiba que essa vitória é nossa, pois eu não conseguiria sem o seu apoio, tenho consciência de todas as vezes que você colocou os seus sonhos em segundo plano para que eu pudesse realizar o meu. Obrigada por tudo meu amor.

Aos meus irmãos, Glauber e Camila, e às minhas sobrinhas, Maria Eduarda e Ana Vitória. Vocês tornam minha vida mais leve, consigo esquecer de todas as preocupações quando estou com vocês, não consigo explicar o amor que sinto por vocês. Obrigada por entenderem todas as minhas ausências. Ao meu cunhado, Eduardo, por toda calma que ele transparece em meio ao caos.

A minha família nas pessoas de Karine, Karla, Késsia, Russo, Ricardo, Cylmara, Larissa e Edgar, que me acolheram em seus lares, por sempre orarem por mim e fornecerem apoio, me tranquilizando nos momentos em que mais precisei. Saibam que essa trajetória foi mais fácil devido aos esforços de vocês para que eu me sentisse em casa. Obrigada a todos.

Ao professor Márcio Machado, por ter confiado em meu potencial quando eu mesma não acreditava. Seu apoio e sua dedicação foram essenciais não só na conclusão desta tese, como também na minha motivação profissional, o senhor é um exemplo para mim, meu muito obrigado.

Aos professores Paulo Roberto e Márcia Reis, pelas palavras de apoio, de compreensão, de confiança, de motivação, admiro vocês como excelentes pessoas e profissionais, vocês não sabem como fizeram diferença em minha vida. Obrigada!

Aos professores Vinícius Martins, Paulo Amilton, Paulo Roberto e Marcelo Álvaro, por aceitarem participar da banca desta tese, reservando tempo para contribuir com este estudo.

Aos meus amigos de turma, Fabiano, por me mostrar que as coisas não são tão complexas como pinto na minha cabeça, obrigada por todos os momentos de descontração e pela sua companhia. Kleber, por ser presente e por toda ajuda dispendida na conclusão desta tese, não tenho palavras para agradecer por todo tempo que você se empenhou em fornecer sua ajuda para mim, obrigada. Karla, pela sua força, sabedoria, preocupação e por me conceder sua amizade, muito obrigada. Jeferson, pelas discussões e troca de conhecimentos durante as aulas. Essa trajetória com vocês, sem dúvida se tornou menos dolorosa.

A Daniella, pelas conversas, discussões e contribuições no desenvolvimento desta tese e pela sua simplicidade de discutir assuntos tão complexos.

Aos professores do PPGCC, os quais contribuíram na minha formação profissional, obrigada por todo o conhecimento compartilhado.

As Secretárias do PPGCC, Wilma e Cecília, por facilitarem nossas vidas burocráticas e estarem sempre a disposição para nos ajudar.

A todos os meus amigos que entenderam minha ausência e me deram forças nessa caminhada, obrigada por sempre estarem ao meu lado, mesmo eu não estando presente, vocês foram essenciais nessa trajetória. Finalizo com uma frase dita pela minha amiga Roseane na minha defesa de TCC e que nunca mais esqueci, “Sou grata, por ser o resultado dos esforços de muitas mãos”! Muito Grata!!!!!!

RESUMO

A divulgação de informações contábeis e o custo de capital próprio das empresas é de interesse igualmente fundamental para diferentes agentes, desde acadêmicos, reguladores até os demais participantes do mercado. Nesse sentido, são levantadas muitas discussões sobre possíveis relações entre fatores de risco informacionais, relacionados à qualidade e à distribuição da informação, em relação ao custo de capital próprio das organizações, sendo necessária a distinção entre ambientes informacionais devido à incerteza do ambiente informacional. Considerando essa lacuna na literatura, esta tese pretende levar em consideração que o ambiente informacional pode influenciar na relação entre assimetria informacional, qualidade da informação e custo de capital próprio, sendo assim, esta tese objetivou analisar a relação existente entre o risco informacional, representado pela qualidade da informação contábil e assimetria de informação, e o custo de capital próprio de empresas de capital aberto diante da incerteza do ambiente informacional. Foram analisados 12 países participantes do BRICS e G7, segundo classificação do Fundo Monetário Internacional (FMI), em média, foram analisadas 4417 empresas, no período de 2010 a 2015, resultando em 26.500 observações. Os países foram agrupados conforme os ambientes informacionais de Bloco Econômico (emergentes e desenvolvidos) e Risco de Crédito (maior e menor risco de crédito). Foi utilizado o modelo do custo de capital implícito de Botosan e Plumlee (2013) para mensuração do custo de capital próprio, utilizou-se Dechow et. al (2012) para mensuração dos *accruals* discricionários como *proxy* para qualidade da informação contábil e para análise da assimetria informacional utilizou-se a cobertura de analistas, segundo Clarke e Shastri (2000). Os resultados da análise principal no que diz respeito ao confronto entre mercados desenvolvidos e emergentes, apresentam que a redução da assimetria de informação influencia o custo de capital próprio independente do ambiente informacional, por outro lado, a qualidade da informação contábil isoladamente não possui relação com o custo de capital próprio, passando a influenciar quando analisada conjuntamente com a assimetria de informação por meio de interação das variáveis apenas nos países de mercados desenvolvidos. Para o ambiente risco de crédito, ao analisar a variável da qualidade da informação contábil os *accruals* discricionários apresentam relação positiva nos países com maior risco de crédito e negativa nos países com menor risco de crédito, condicionando os resultados das relações entre as variáveis ao ambiente informacional. A respeito da assimetria de informação, os resultados sugerem que a assimetria de informação por meio da cobertura dos analistas, tem relação com o aumento do custo de capital próprio independente do ambiente informacional para o risco de crédito. Para a variável de interação entre qualidade da informação e assimetria informacional, os resultados apresentaram que a existência de uma menor qualidade da informação contábil conjuntamente com uma maior assimetria de informação, proporciona o aumento do custo de capital próprio e esta relação está condicionada ao ambiente informacional do risco de crédito.

Palavras-chave: Ambiente Informacional; Assimetria de Informação; Custo do Capital Próprio; Qualidade da Informação Contábil.

ABSTRACT

The disclosure of accounting information and the equity capital cost of companies are both of fundamental interest to different agents, like academics, regulators and other market participants. In this regard, many issues are raised about possible links among the factors of informational risks, which are related to the quality and distribution of information in respect to the equity capital cost of the organizations. For that reason it is necessary a distinction among the informational environments due their uncertainty. Considering this gap in the available literature, this thesis intends to take into account that the informational environment can influence the relationship between asymmetric information, quality of information and cost of equity capital. Thus, the aim of this work is to analyse the relation between the informational risk – which is represented by the quality of accounting information and the informational asymmetry – and the equity capital cost of public held companies in face of the uncertainty of the informational environment. Twelve BRICS and G7 participants – according to the International Monetary Fund (IMF) ranking – were analysed from 2010 to 2015, which give an average of 4417 companies and results in 26500 observations. The countries were grouped according to the informational environment of the economic block (emerging and developed) and credit risk (higher and lower). The model of the implied capital cost of Botosan and Plumlee (2013) was used to measure the cost of equity capital; for measurement of the discretionary accruals as a proxy for the quality of accounting information, it was used Dechow et al (2012); for informational asymmetry analysis it was used the analyst coverage, according to Clarke and Shastri (2000). With regard to the confrontation between developed and emerging markets, the results of main analysis shows that the reduction of information asymmetry influences the cost of equity capital, independently of the information environment. On the other hand, the quality of accounting information in isolation is not related to the cost of equity capital so that it starts to influence– when analyzed together with an asymmetry of information by means of interaction of variables – only in countries with developed market. Regarding the credit risk environment, the analysis of the accounting information quality variable shows that the discretionary accruals presented positive relationship in the countries with higher credit risk, and negative in the countries with lower credit risk. That make the results of the relation among between the variables conditioned to the informational environment. Concerning the information asymmetry, the results suggest that the information asymmetry by means of analysts coverage has relation to the increase of the cost of equity capital independent of the informational environment for credit risk. For the variable of interaction between information quality and informational asymmetry, the results showed that the jointly occurrence of lower quality of accounting information and a greater asymmetry of information increase the cost of equity capital and this relation is conditioned to informational environment of credit risk .

Keywords: Informational Environment; Asymmetry of Information; Cost of Equity Capital; Quality of Accounting Information.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo das principais pesquisas da revisão da literatura.....	39
Quadro 2 - Sistema de Classificação de Risco de Crédito.....	47
Quadro 3 - Caracterização da amostra.....	48
Quadro 4 - Classificação dos Estágios do Ciclo de Vida.....	54
Quadro 5 - Modelos Analisados.....	56
Quadro 6 - Resumo das variáveis utilizadas e relação esperada	57

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Síntese da construção da Tese.....	19
Figura 2 - Resumo dos Resultados do Ambiente Bloco Econômico - Variável de Assimetria Número de Analistas.....	70
Figura 3 - Resumo dos resultados do Ambiente Risco de Crédito - Variável de Assimetria Número de Analistas.....	76

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Classificação de Risco de Crédito da amostra analisada.....	48
Tabela 2 - Quantidade de empresas por ano por país	58
Tabela 3 - Estatística descritiva da amostra total de 2010 a 2015.....	59
Tabela 4 - Estatística descritiva por países no período de 2010 a 2015	60
Tabela 5 - Matriz de Correlação entre as variáveis dependentes e independentes.....	62
Tabela 6 - Teste t de Médias das variáveis utilizadas.....	63
Tabela 7 - Estatística descritiva por bloco econômico no período de 2010 a 2015	64
Tabela 8 - Estatística descritiva por risco de crédito no período de 2010 a 2015.....	65
Tabela 9 - Resumo do Ranking do custo de capital próprio e caracterização da amostra por país 2010 a 2015	66
Tabela 10 - Análise do custo do capital próprio, qualidade dos accruals e assimetria informacional do ambiente Bloco Econômico.....	67
Tabela 11 - Análise do custo de capital próprio, qualidade dos accruals e assimetria informacional do Ambiente Risco de Crédito.....	72
Tabela 12 - Análise do custo do capital próprio, gerenciamento de resultados e assimetria informacional do Ambiente Bloco Econômico	80
Tabela 13 - Análise do custo de capital próprio, gerenciamento de resultados e assimetria informacional do Ambiente Risco de Crédito.....	82
Tabela 14 - Análise do custo de capital próprio, qualidade dos accruals e erro de previsão do Ambiente Bloco Econômico	84
Tabela 15 - Análise do custo de capital próprio, qualidade dos accruals e assimetria informacional do Ambiente Risco de Crédito.....	85
Tabela 16 - Análise do custo de capital próprio por Regressão Quantílica – qualidade dos accruals Bloco Econômico.....	87
Tabela 17 - Análise do custo de capital próprio por Regressão Quantílica – Ambiente Risco de Crédito.....	88

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA.....	13
1.2 OBJETIVOS.....	17
1.2.1 Objetivo Geral.....	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3 A TESE	17
1.4 ORIGINALIDADE E JUSTIFICATIVA.....	20
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO	22
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	24
2.1 TEORIAS DE FUNDAMENTAÇÃO DA TESE	24
2.1.1 Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes.....	24
2.1.2 Teoria da Agência	25
2.1.3 Escolhas Contábeis.....	27
2.2 RISCO DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	28
2.2.1 Qualidade da Informação Contábil.....	29
2.2.1.1 Qualidade dos Accruals.....	32
2.2.1.2 Gerenciamento de Resultados.....	34
2.2.2 Assimetria de Informação no Mercado de Capitais.....	35
2.3 AMBIENTE INFORMACIONAL	40
2.4 HIPÓTESES DE PESQUISA.....	42
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	46
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS.....	46
3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	49
3.2.1 Mensuração do Custo de Capital Próprio Implícito.....	49
3.2.2 Mensuração da Qualidade da Informação Contábil.....	50
3.2.3 Mensuração da Assimetria de Informação	52
3.2.4 Mensuração das Variáveis de Controle.....	53
3.2.5 Modelos Econométricos	55
4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	58
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS.....	58
4.2 ANÁLISE DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NO AMBIENTE BLOCO ECONÔMICO	66

4.3 ANÁLISE DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NO AMBIENTE RISCO DE CRÉDITO.....	72
4.4 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE.....	78
4.4.1 Análise de Sensibilidade para variável Qualidade da Informação.....	79
4.4.2 Análise de Sensibilidade para variável Assimetria de Informação	83
4.4.3 Análise de Sensibilidade - Regressão Quantílica.....	86
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	90
REFERÊNCIAS.....	94

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA

A divulgação de informações contábeis e o custo de capital próprio das empresas é de interesse igualmente fundamental para diferentes agentes, desde acadêmicos, reguladores até os demais participantes do mercado. Os formuladores de políticas e reguladores financeiros frequentemente se referem à redução do custo de capital próprio como uma das justificativas para a melhoria da qualidade da divulgação das informações das empresas (DUTTA; NEZLOBIN, 2016).

A qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas para tomada de decisão por parte dos seus usuários pode, supostamente, reduzir o custo de capital próprio, tanto no período *pós-disclosure*, quanto no período *pré-disclosure*, uma vez que se espera que não apenas as divulgações das informações *pós-disclosure* afetem o custo de capital próprio, como também a divulgação antecipada de uma informação da empresa afete o prêmio de risco que os investidores exigem para a realização de investimento na empresa (DUTTA; NEZLOBIN, 2016).

Nesse sentido, são levantadas muitas discussões sobre possíveis relações entre fatores de risco informacionais, relacionados à qualidade e à distribuição da informação, em relação ao custo de capital próprio das organizações. Bhattacharya *et al.* (2012) questionam se o risco de informação deriva da qualidade da informação contábil (qualidade dos lucros) ou da distribuição dessa informação, e se os efeitos da incerteza dessas informações são diretos ou mediados pela assimetria informacional no impacto do custo de capital próprio. Diante disso, Eckles, Halek e Zhang (2014) caracterizam o risco de informação como a possibilidade das informações imprecisas (baixa qualidade) e/ou incompletas (assimetria) sobre as empresas serem divulgadas para aqueles que estão considerando investir na empresa.

A divulgação dos resultados contábeis possibilitam a disseminação de informação para os potenciais investidores, sendo assim, se um investidor está confiante nas informações contábeis fornecidas pela empresa, o investidor vai aceitar um retorno mais baixo sobre o capital a ser fornecido para a empresa (ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014). Dessa forma, tanto a qualidade da informação quanto sua distribuição serão importantes, no processo em que o investidor decide investir ou não em determinada empresa, devido ao retorno que receberá em troca do seu investimento.

Easley e O'Hara (2004) analisaram o papel da assimetria de informação entre os investidores na determinação do custo de capital próprio, evidenciando que os investidores menos informados reconhecem sua desvantagem informativa diante dos investidores mais informados, exigindo, assim, um prêmio das empresas com um maior grau de assimetria de informação, devido ao maior nível de risco da informação existente. Ressalta-se que não é apenas a assimetria de informação que é o principal determinante do risco da informação que afeta o custo de capital próprio, mas também a precisão dessa informação, entendendo-se precisão da informação como a qualidade da informação sobre os fluxos de caixa esperados de uma firma (EASLEY; O'HARA, 2004; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2007),

A qualidade da informação contábil, por não ser uma variável diretamente mensurável, pode ser representada por diversas *proxies*. Nesta tese, utilizou-se a qualidade dos lucros por meio da qualidade dos *accruals*, uma vez que essa medida tem relação direta com o fluxo de caixa, fator este de interesse dos investidores (BHATTACHARYA *et al.*, 2012; OGNEVA, 2012). Os *accruals* consiste na diferença entre o lucro e o caixa, representando os ajustes temporários dessa diferença, pois nem todo o lucro é transformado em caixa imediatamente, originando os *accruals*. Entretanto, para que esses *accruals* possuam qualidade, eles devem apresentar o menor erro de estimação obtendo, assim, uma maior qualidade da informação contábil, reduzindo o custo de capital próprio da empresa (DECHOW; DICHEV, 2002; DECHOW, *et al.*, 2012; DECHOW; SCHRAND, 2004).

No modelo proposto por Lambert, Leuz e Verrechia (2007), a média da precisão da informação do investidor é um fator determinante do retorno esperado da firma, afetando o seu custo de capital próprio. Complementarmente, a precisão média das avaliações de empresas afeta diretamente o custo de seu capital próprio, à medida em que a precisão de qualquer informação única do investidor é diferente da precisão média de mercado, neste caso, quando alguns investidores têm informações mais precisas, essas informações adicionais são expressas por meio do preço da ação da companhia, não diminuindo a incerteza existente diante de outros investidores (LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2012).

Sendo assim, fornecer mais informações aos investidores pode afetar o custo de capital próprio, especialmente porque as informações adicionais aumentam o nível médio de precisão, uma vez que o risco de informação é não-diversificável e que as empresas com maior risco de informação tendem a possuir maior custo de capital próprio, bem como os mercados de capitais são imperfeitamente competitivos em vários aspectos, considerando que eles contém um pequeno número de *insiders* neutros ao risco, que são pelo menos potencialmente informados, e um grande número de *insiders* menos informados, avessos ao risco (EASLEY; O'HARA,

2004; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2007; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2012). Diante do exposto, espera-se um vínculo direto entre a qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio, e também pela assimetria de informação (EASLEY; O'HARA, 2004; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2007; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2012).

A assimetria de informação, igualmente a qualidade da informação contábil, não é diretamente mensurável, podendo ser representada por meio do número de analistas que acompanham as ações para o fornecimento de informações sobre a empresa, no intuito de reduzir os custos com a seleção adversa existente no ambiente informacional, por meio de uma maior disponibilidade de informação aos investidores. Nesse sentido, espera-se que uma maior quantidade de analistas de uma empresa reduza o custo de capital próprio, por reduzir a assimetria informacional (BRENNAN; BRENNAN; POPE, 1995).

Entretanto, ressalta-se que o risco de informação (qualidade da informação e assimetria de informação) pode estar atrelado a uma série de fatores que estão possivelmente associados com níveis de volatilidade implícita e com algumas mudanças, tais como: tamanho da empresa, alavancagem, desempenho do mercado de ações, variabilidade dos fluxos de caixa operacionais, previsões de analistas, entre outros (ANAGNOSTOPOULOU; TSEKREKOS, 2015). Por essa razão, é relevante também buscar controlar os efeitos desses fenômenos sobre a relação do risco de informação com o custo de capital próprio das empresas.

Ademais, existe uma extensa literatura em contabilidade e finanças que investiga até que ponto a informação idiossincrática afeta a formação de preços e as estruturas de retorno nos mercados de capitais (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; EASLEY; O'HARA, 2004; CORE; GUAY; VERDI, 2008; MOHANRAM; RAJGOPAL; 2009; MCINNIS, 2010; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2012). Essa linha de pesquisa comumente testa a proposição de que empresas com alta (baixa) qualidade de informação apresentam ambientes informacionais que desfrutam de capital de relativamente baixo (alto) custo. No entanto, esses benefícios são prováveis de serem atenuados em países onde fortes exigências de regulamentação e transparência estabelecem informações corporativas de ambientes de alta qualidade informacional (SCHREDER, 2018).

Por conseguinte, observa-se que a contabilidade como a linguagem de negócios permite a comunicação entre diferentes usuários e provedores de informações financeiras. Entretanto, assim como cada país tem sua própria linguagem, diferentes países têm diferentes características que impactam a divulgação e a qualidade das informações divulgadas pelas

empresas no ambiente em que atuam (AKMAN, 2011). Por isso, espera-se que o ambiente informacional influencie o risco de informação das empresas.

Sendo assim, uma distinção entre ambientes informacionais torna-se necessária, quando se investiga a relação do risco informacional com características intrínsecas das firmas, pois existem diferenças entre os ambientes, conforme a incerteza informacional. Considerando que a relação entre o risco informacional, representado pela qualidade da informação e a assimetria informacional, e o custo de capital próprio pode divergir entre os ambientes informacionais, a presente tese tratará os ambientes informacionais em blocos econômicos (mercados desenvolvidos e emergentes) e risco de crédito (maior risco e menor risco), uma vez que esses ambientes informacionais apresentam características particulares que podem alterar a relação entre o risco informacional e o custo de capital próprio (LA PORTA; SILANES; SHLEIFER, 1998; AFONSO; FURCERI; GOMES, 2012; SCHREDER, 2018).

Observam-se evidências empíricas distintas quanto à compreensão da importância da assimetria informacional e da qualidade da informação para a redução do custo de capital próprio. Além disso, a literatura tem analisado apenas a relação da qualidade da informação e da assimetria informacional isoladamente, sem observar as diferenças entre os ambientes em que os países estão inseridos e sem analisar o impacto no custo de capital próprio dessas duas variáveis conjuntas (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; EASLEY; O'HARA, 2004; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2012; CORE; GUAY; VERDI, 2008; MCINNIS, 2010; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009). Considerando essa lacuna na literatura, esta tese pretende levar em consideração que o ambiente informacional pode influenciar na relação entre assimetria informacional, qualidade da informação e custo de capital próprio (SCHREDER, 2018).

Portanto, a presente tese visou investigar como se comportam as variáveis do risco de informação em diferentes ambientes informacionais, e qual é a sua relação com o custo de capital próprio das empresas. Sendo assim, esta tese propõe investigar a relação da qualidade da informação contábil e de medidas de assimetria de informação, *proxies* para o risco de informação, com o custo de capital próprio das empresas em diferentes ambientes informacionais. A questão de pesquisa que orienta esta tese consiste em: **qual é a relação entre o risco de informação, representado pela qualidade da informação contábil e pela assimetria de informação, e o custo de capital próprio diante da incerteza do ambiente informacional?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo consiste em analisar a relação existente entre o risco informacional, representado pela qualidade da informação contábil e pela assimetria de informação, e o custo de capital próprio de empresas de capital aberto diante da incerteza do ambiente informacional.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Analisar a relação da qualidade da informação contábil e da assimetria de informação com o custo de capital próprio, conforme incerteza do ambiente informacional de cada bloco econômico.
- b) Verificar a relação existente entre a qualidade da informação contábil e da assimetria informacional com o custo de capital próprio, diante de diferentes níveis de risco de crédito.
- c) Analisar a interação da qualidade da informação contábil e da assimetria informacional em relação ao custo de capital próprio, nos ambientes informacionais do bloco econômico e do risco de crédito.

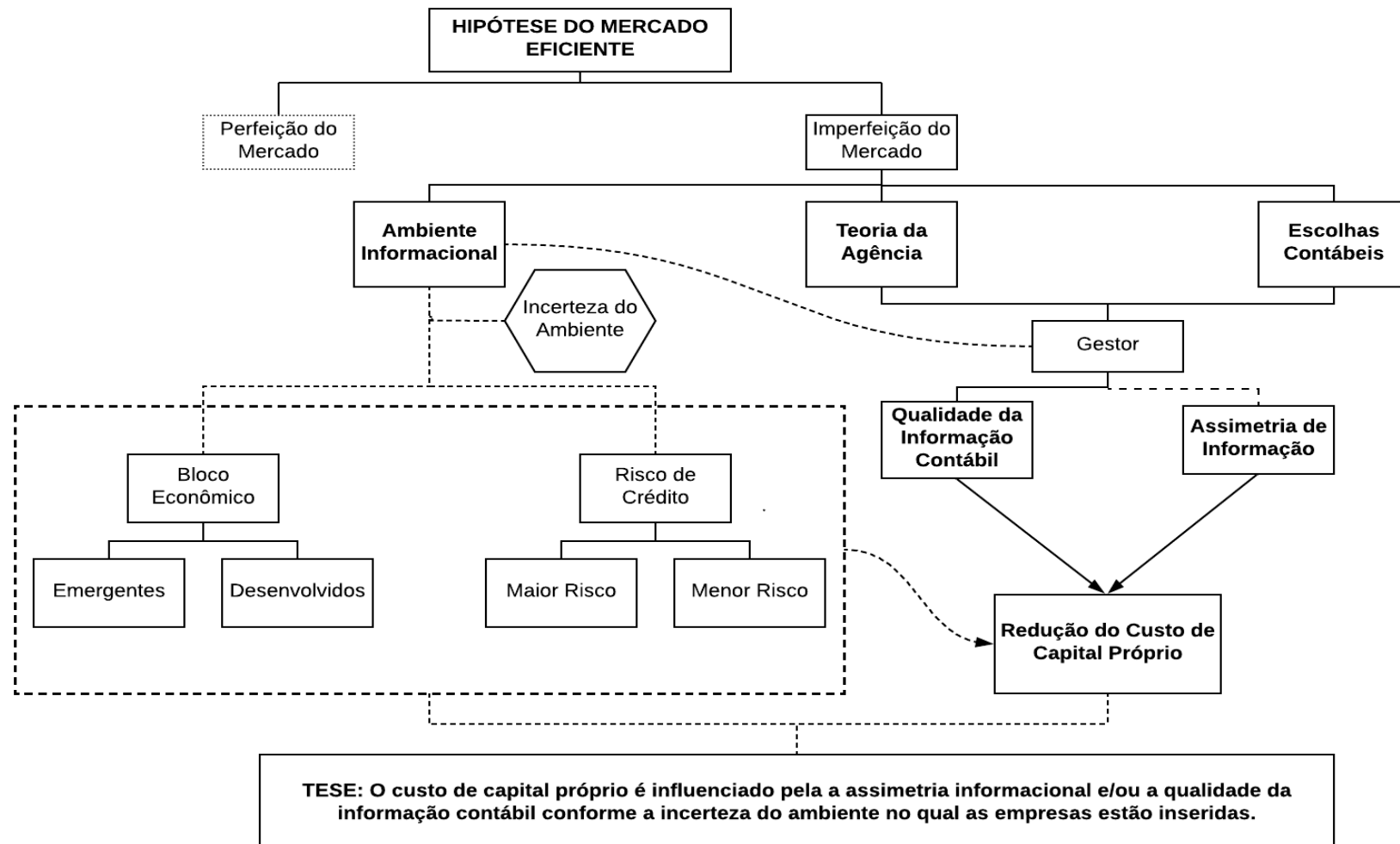
1.3 A TESE

A Hipótese do Mercado Eficiente proposta por Fama (1970) parte do pressuposto que os mercados são perfeitos e podem ser ajustados naturalmente, sem a necessidade de informações adicionais, ou seja, o próprio mercado precifica os ativos diante das informações divulgadas. Entretanto, diante da literatura existente acerca da Hipótese do Mercado Eficiente, identifica-se que o mercado é imperfeito, necessitando de diversos fatores para ajustar a precificação dos ativos (BELO; BRASIL, 2006; OHLSON, 2014). Seguindo a hipótese da ineficiência do mercado, a ação da empresa na redução de custo de capital próprio pode atuar no sentido de optar por informações de alta qualidade e na redução da assimetria, como descrito na Figura 1.

A literatura acerca da Teoria da Agência e das Escolhas contábeis pode explicar a ação oportunista do gestor, uma vez que identificam o gestor como principal responsável por decisões que afetam o investimento disponibilizado pelo investidor. Nesse sentido, para que o investidor possa tomar decisões sobre investir ou não em determinadas empresas, precisa de informações com qualidade e informações que possibilitem a redução da assimetria informacional existente, com a influência do ambiente para essas ações.

Na qualidade da informação, a empresa pode fornecer informações com maior qualidade, buscando elaborar e evidenciar informações que representem fidedignamente a situação da empresa com menor discricionariedade nas escolhas do gestor. Nesse caso, o gestor pode impactar indiretamente a assimetria informacional, à medida que, com essas atitudes acerca da qualidade da informação, as empresas atrairiam um maior número de analistas, que, por sua vez, apresentem ao mercado previsões mais confiáveis com menor erro de previsão, possibilitando maior segurança ao investidor, diminuindo, assim, o custo de capital próprio, como apresentado na Figura 1.

Figura 1 - Síntese da construção da Tese



Paralelamente, envolvendo as decisões dos gestores e dos investidores, encontra-se o ambiente informacional, atrelado às peculiaridades de cada ambiente quanto às incertezas informacionais dos mesmos, as quais não podem ser modificadas pelo gestor, como, por exemplo, a economia na qual a organização está inserida, mercados emergentes ou desenvolvidos, e o risco de crédito que a empresa apresenta, maior ou menor risco de crédito, mas que podem servir como direcionadores para a empresa identificar em qual aspecto investir para reduzir o custo de capital próprio, buscando diminuir a incerteza do ambiente informacional por meio do aumento da qualidade das informações contábeis e/ou da redução da assimetria informacional.

Sendo assim, identifica-se que a incerteza advinda do ambiente informacional dificulta o processo de ajustes das informações junto aos preços, pois os investidores apresentarão maior dificuldade no processo de ajustes das suas expectativas sobre os fluxos de caixa futuro dos ativos. Nesse sentido, percebe-se que tanto a incerteza presente no ambiente informacional, quanto a qualidade da informação contábil e a assimetria de informação, impactam o custo de capital próprio da empresa, porém não está claro na literatura qual desses três exercem maior influência (SCHREDER, 2018). Diante do exposto, considerando a importância da qualidade da informação contábil e da redução da assimetria informacional para a redução do custo de capital próprio, e observando as diferentes características do ambiente informacional no qual os países estão inseridos, a tese a ser defendida é:

O custo de capital próprio é influenciado pela a assimetria informacional e/ou pela a qualidade da informação contábil conforme a incerteza do ambiente no qual as empresas estão inseridas.

1.4 ORIGINALIDADE E JUSTIFICATIVA

A originalidade da presente Tese de Doutorado consiste em ampliar a discussão sobre as relações existentes entre a qualidade da informação contábil e assimetria informacional com o custo de capital próprio, uma vez que a literatura existente é omissa sobre a importância relativa desses fatores na determinação do custo de capital próprio das empresas, ou seja, qual dos atributos tem comparativamente maior relevância na determinação do custo de capital próprio, analisando-os também conjuntamente, conforme a incerteza do ambiente no qual as empresas estão inseridas (SCHREDER, 2018).

Os achados de Schreder (2018) sugerem implicações importantes para a prática, na constatação de que as empresas podem reduzir seu custo de capital próprio ao liberarem mais informações relevantes para os investidores, comprometendo-se com uma divulgação mais ampla, fornecendo informações de maior qualidade, mediante a utilização de padrões de relatórios mais rigorosos e disseminando mais informações para os investidores (por exemplo, promovendo relações com investidores). No entanto, esses benefícios são prováveis de serem atenuados em países onde existem fortes exigências de regulamentação e de transparência, vislumbrando a existência de informações corporativas de alta qualidade nos ambientes informacionais.

Nesse contexto, entende-se que a baixa qualidade de informação contábil e a assimetria informacional contribuem para o aumento do risco de informação, possibilitando o aumento do custo de capital próprio das empresas, sendo este risco caracterizado como a possibilidade de informações imprecisas ou incompletas das empresas serem divulgadas para seus atuais ou potenciais investidores. Isso vai ao encontro da afirmação de Bhattacharya *et al.* (2012), de que o risco de informação é o risco derivado da divulgação da informação por meio de elementos ligados à qualidade da informação e à distribuição da informação.

Esse risco de informação, seja medido por meio da distribuição da informação, seja pela qualidade da informação, diferencia-se entre ambientes e entre empresas, como apontam Gray (1988) e Lainez e Gasca (2006), pois os ambientes social, político, econômico e cultural de cada país influenciam os sistemas nacionais de contabilidade, bem como a divulgação de informações para tomada de decisão dos investidores. Ademais, as características das empresas têm um impacto no nível e na qualidade da informação divulgada, e essas características podem ser agrupadas em três grupos: variáveis relacionadas à estrutura, ao desempenho e ao mercado (FHATI, 2013).

Leventis e Weetman (2004) reforçam esse argumento, ao afirmarem que as empresas nos mercados de capitais emergentes tendem a divulgar menos informações e a serem menos precisas, ao relatarem suas informações, do que as empresas nos mercados desenvolvidos. Ademais, a proteção aos investidores e a aplicação de sanções contra o *insider trading* em mercados emergentes, por vezes, são negligentes, sendo essa situação contrastante com mercados de capitais desenvolvidos, onde há maior proteção aos acionistas, assim como as sanções por ações ilícitas são mais rígidas, existindo um sistema claramente definido para se anunciar informações sobre as empresas e suas demonstrações financeiras (KEANE, 1993). Por isso, nos mercados emergentes, a divulgação das demonstrações financeiras anuais tem um maior *value relevance*, pois há mais concentração de informação.

Com relação ao Risco de Crédito, a obtenção e a manutenção do grau de investimento são importantes tanto para empresas, quanto para países. Para as empresas, podem proporcionar a ampliação: do mercado de atuação, do volume de vendas, do volume de captação de capital externo, além da redução do custo de capital, e para o país podem proporcionar o aumento da credibilidade coletiva do país e seus empresários, facilitar e reduzir as taxas de juros em captações de recursos no mercado internacional. Vale destacar que, devido a cláusulas contratuais, boa parte dos investidores internacionais só pode adquirir títulos dos países classificados como grau de investimento, reforçando a importância da classificação do risco de crédito (MACIEL; CAMARGOS, 2018).

A presente tese torna-se distinta dos estudos de Bhattacharya *et al.* (2012), por incluir diferentes países na análise e agrupá-los por ambiente informacional, analisando o impacto do ambiente informacional na relação entre as variáveis de risco informacional, representado pela qualidade da informação e pela assimetria informacional, e custo de capital próprio. Diferencia-se também pela análise da relação das variáveis qualidade da informação e assimetria conjuntamente com o custo de capital próprio, sendo escassa este tipo de pesquisa (SCHREDER, 2018)

Diante do exposto, com a realização desta pesquisa, espera-se contribuições à literatura e ao mercado como um todo no intuito de estabelecer relações entre a qualidade da informação contábil, assimetria de informação e o custo de capital próprio em países inseridos em diferentes ambientes informacionais. As características específicas dos mercados podem proporcionar diferentes resultados às relações entre o risco de informação (qualidade e da assimetria de informação) e o custo de capital próprio. Sendo assim, este estudo visa contribuir teórica e metodologicamente na identificação das variáveis que mais afetam a redução do custo de capital próprio nesses diferentes ambientes, evidenciando que o problema de risco de informação deve ser tratado de forma diferente em diferentes mercados.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho encontra-se dividido em cinco seções, da seguinte forma: i) a primeira trata da apresentação da contextualização do problema, dos objetivos, da descrição da tese, da originalidade e justificativa; ii) a segunda trata da fundamentação teórica e das evidências empíricas sobre a qualidade da informação contábil, assimetria informacional e custo de capital próprio; iii) a seção três trata dos aspectos metodológicos, com a apresentação dos modelos e a descrição dos dados utilizados na execução da tese; iv) a seção quatro apresenta a análise dos

resultados; e, por fim, v) a seção cinco apresenta as considerações finais do trabalho. Além das cinco seções, o trabalho apresenta as referências.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TEORIAS DE FUNDAMENTAÇÃO DA TESE

2.1.1 Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes

Mercado Eficiente é definido como um mercado em que os preços fornecem sinais precisos para a alocação de recursos, ou seja, um mercado onde as empresas podem tomar decisões de produção e investimento, e investidores podem escolher ativos que representam a propriedade dessas empresas sob a suposição de que os preços dos ativos sempre refletirão plenamente todas as informações relevantes disponíveis (FAMA, 1970).

O mercado eficiente se apresenta em três formas: a forma fraca, a semiforte e a forte. Na forma fraca, o conjunto de informações é discutido a preços históricos, neste caso, o mercado precisa de divulgação de outras informações para poder precificar ativos, incluindo informações contábeis; Na forma semiforte, os preços de forma eficiente se ajustam a outras informações publicamente disponíveis; E, por fim, na forma forte, na qual os testes se preocupam em saber se determinado investidor ou grupos tem acesso monopolista a qualquer informação relevante para a formação de preços, entendendo-se que o mercado se ajusta por si só, sem a necessidade de informações adicionais (FAMA, 1970).

Vale ressaltar que a Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes teoricamente é válida, entretanto não se encontrou uma forma de aplicá-la em um mercado real, uma vez que se percebe que, nas negociações, as informações não são todas refletidas no preço, existindo um custo de agência para reduzir a assimetria informacional entre os agentes em um mercado como um todo, havendo evidências de funcionamento de sua forma fraca e semiforte, entretanto, existindo evidências apenas do não funcionamento de sua forma forte (BELO; BRASIL, 2006).

Dessa forma, a teoria dos mercados eficientes está preocupada com o fato de que os preços a qualquer ponto no tempo reflitam as informações disponíveis. Fama (1970) destaca que toda a literatura empírica disponível implicitamente ou explicitamente é com base na suposição de que as condições de equilíbrio de mercado podem ser definidas em termos de retornos esperados.

Por outro lado, Lambert, Leuz e Verrechia (2007, 2012) argumentam que em um ambiente de concorrência perfeita, a precisão média dos investidores nas avaliações de fluxos futuros de caixa das empresas afeta diretamente o custo de capital próprio, desde que a precisão de qualquer informação única do investidor seja diferente da precisão média do mercado,

podendo atenuar essa assimetria de informações à medida que a precisão média seja controlada, sendo assim, quando alguns investidores adquirem mais informações (ou informações mais precisas), essas informações adicionais são parcialmente comunicadas por meio dos preços, sendo assim, o fato das informações serem “parcialmente comunicadas”, caracteriza o mercado como sendo imperfeito, não podendo o mercado ajustar-se por si só, necessitando assim de informações adicionais.

Portanto, considera-se que um tipo de imperfeição do mercado de capitais é necessária para apoiar uma ligação entre a assimetria de informações, qualidade da informação (precisão) e o custo de capital próprio, uma vez que pesquisadores têm caracterizado os mercados de capitais imperfeitamente competitivos em vários aspectos, já que o mercado contém um pequeno número de *traders* neutros ao risco, os quais são, pelo menos, potencialmente informados, e um grande número de *traders* menos informados e avessos ao risco (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; EASLEY; O'HARA, 2004; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2012).

2.1.2 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) buscaram desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade da firma, recorrendo-se ao desenvolvimento da teoria dos direitos de propriedade, da agência e das finanças, além de discutir a definição da firma, a separação entre propriedade e controle, a responsabilidade social do negócio, a definição de uma função objetiva corporativa, a identificação de uma estrutura de capital ótima, a especificação do conteúdo dos acordos de crédito, a teoria das organizações e o lado da oferta no que se refere à totalidade do problema dos mercados.

O relacionamento de agência pode-se ser definido como “um contrato em que uma ou mais pessoas (o principal) engajam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão” (JENSEN; MECKLING, 1976). Uma vez que, ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e executivos, os acionistas poderiam limitar as divergências, monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Dessa forma, os acionistas incorreriam em custos, para alinhar os interesses dos gestores aos seus, os chamados de custos de agência (SILVEIRA, 2010).

Como solução para o problema de agência, Jensen e Meckling (1976) propõem que a redução dos custos de agência decorrentes do desalinhamento de interesses entre principal e agente pode ser alcançada por meio de diversos mecanismos, tais como: procedimentos de monitoração, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditoria e criação de um sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.

Diante do exposto, Jensen e Meckling (1976) concluem que milhões de pessoas confiam seus recursos a gestores por meio de relações contratuais, que delineiam os direitos das partes envolvidas, e acrescentam que, apesar dos custos de agências, as pessoas não têm se arrependido. Assim, o nível de custos de agência depende tanto da legislação quanto da sofisticação de contratos relevantes, os quais são produtos de um processo histórico, possibilitando grandes incentivos para que as pessoas minimizem os custos de agência.

Por outro lado, segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência está preocupada em resolver dois problemas que podem ocorrer entre o agente e o principal. O primeiro é o problema de agência que surge quando os desejos ou objetivos do principal e agente se conflitam e é difícil ou caro para o principal verificar o que o agente está realmente fazendo. O segundo é o problema de compartilhamento do risco que surge quando principal e agente tem diferentes atitudes em relação ao risco, podendo o principal e o agente preferir ações diferentes por causa das preferências de risco diferentes.

Dessa forma, do ponto de vista teórico, a corrente positivista tem se preocupado mais em descrever os mecanismos de governança que resolvam o problema de agência. Uma proposição habitualmente defendida é a de que os contratos baseados em resultados são eficazes no combate ao oportunismo do agente. O argumento é que esses contratos coligam as preferências dos agentes com as do principal porque as recompensas para ambos dependem das mesmas ações e, portanto, os conflitos de interesses próprios entre principal e agente são reduzidos.

Por fim, a teoria da agência traz ideias sobre risco, incerteza dos resultados e sistemas de informação, contribuindo para o pensamento organizacional, e as evidências empíricas dão suporte a tal teoria, particularmente quando complementadas por outras perspectivas teóricas. Neste sentido, esta teoria está ligada aos problemas de assimetria e a qualidade da informação que é disponibilizada, a medida que busca minimizar problemas relacionados a estes fatores.

2.1.3 Escolhas Contábeis

Uma definição ampla de escolhas contábeis engloba qualquer decisão cujo objetivo principal é influenciar (na forma ou na essência) a saída do sistema de contabilidade (FRANCIS *et al.*, 2005). Essas escolhas contábeis têm consequências econômicas, se as mudanças nas regras utilizadas para calcular números contábeis alterarem a distribuição dos fluxos de caixa das empresas ou a riqueza de partes cujo esses números influenciem na tomada de decisão (FRANCIS *et al.*, 2005). Nesse sentido, com mercados completos e perfeitos, não haveria papel relevante para a contabilidade, muito menos para as escolhas contábeis. Dessa forma, conforme Fields, Lys e Vincent (2001), se a contabilidade existe, é porque é relevante pelo menos para alguns tomadores de decisão.

Fields, Lys e Vincent (2001) organizam sua análise, classificando a literatura das escolhas contábeis em três grupos, com base na imperfeição do mercado, o que faz a contabilidade importante nessa configuração, a saber: (i) custos de agência, os quais são geralmente relacionados a questões contratuais, como a remuneração do gestor; (ii) assimetrias de informação, as quais são geralmente associadas à relação entre gestores (bem informados) e investidores (menos informados); e (iii) externalidades que afetam as partes não contratantes, as quais são geralmente ligadas às relações contratuais e extracontratuais com terceiros. Com base nisso, pode-se dizer que a contabilidade é importante por, pelo menos, três razões:

- 1) Tem um papel significativo nas relações contratuais que formam a corporação moderna, presumivelmente para mitigar os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; SMITH; WARNER, 1979; WATTS; ZIMMERMAN, 1986);
- 2) Fornece meios dos quais os gestores utilizam para divulgarem informações privadas, e a escolha de um método específico de contabilidade pode desempenhar um papel fundamental nesse processo de comunicação; e,
- 3) Sua regulação afeta a qualidade e a quantidade das divulgações financeiras, que, por sua vez, têm implicações políticas de bem-estar na presença de externalidades.

No entanto, as escolhas contábeis irrestritas impõem custos aos usuários das informações contábeis, porque os preparadores dessas informações são suscetíveis a terem incentivos para utilizarem a informação ao seu favor e os gerentes podem escolher os métodos de contabilidade na tentativa de gerenciar as informações para atender a interesses próprios, como, por exemplo, aumentarem o preço das ações antes do vencimento de opções de ações que possuem.

Entretanto, ainda não há consenso sobre para que as escolhas contábeis servem. Por exemplo, os gestores cujos incentivos são consistentes com os dos proprietários das empresas de contabilidade poderão exercer opções para transmitir informações aos investidores privados, outros gestores podem usar discricionariedade oportunista, possivelmente inflando ganhos para aumentar a sua compensação. Neste sentido, destaca-se a importância da qualidade da informação contábil no intuito de que as escolhas contábeis sejam feitas para benefício da organização e do investidor, buscando reduzir o custo do capital próprio nas empresas.

2.2 RISCO DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Risco de informação se refere ao potencial que as informações imprecisas ou incompletas das empresas podem ser divulgadas para aqueles que estão considerando o investimento na empresa (ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014). Demonstrações contábeis são veículos comuns para a disseminação de informação para os potenciais investidores. Assim, se um investidor está confiante nos resultados contábeis fornecidos pela empresa, vai aceitar um preço mais baixo sobre o capital a ser fornecido para a empresa (ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014).

O custo de capital próprio pode ser entendido como o retorno mínimo esperado pelos investimentos realizados pelos acionistas no negócio (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008). Nesse sentido, o retorno mínimo esperado leva em consideração a remuneração pela espera e pelo risco. Seguindo essa linha de pensamento, a teoria do *trade-off* inclui explicitamente o risco de investimento e os custos de dificuldades financeiras, sendo assim o custo de capital próprio é determinada pelo retorno esperado dos investidores sobre o investimento em relação ao risco associado a ele (MYERS, 1977; MYERS; MAJLUF, 1984). Destaca-se que o risco é o elemento central, ligando a teoria *trade-off* e o contexto institucional.

Sobre o risco de informação e o custo de capital próprio, Schreder (2018) explica que extensa literatura em contabilidade e finanças investiga até que ponto a informação idiossincrática afeta a formação de preços e estruturas de retorno nos mercados de capitais, testando a proposição de que empresas com alta (baixa) qualidade de informação possibilitam que os ambientes de informação devem desfrutar de um custo de capital próprio relativamente baixo (alto), especificamente é conjecturado que as empresas podem baixar o seu custo de capital próprio se elas divulgarem mais informações relevantes, fornecerem informações de maior precisão e disseminarem informações mais amplamente entre os grupos de investidores.

Trabalhos analíticos modelaram essas proposições, confirmando esses resultados, (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; EASLEY; O'HARA, 2004; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2012). Entretanto, evidências empíricas confrontam esses resultados, mostrando que essas proposições são mistas (CORE; GUAY; VERDI, 2008; MCINNIS, 2010; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009). A primeira corrente é pioneira por Francis et al. (2005), e a segunda corrente se baseia em um artigo influente de Core, Guay e Verdi (2008) o qual fortemente questiona a validade desses resultados iniciais (SCHREDER, 2018).

Easley e O'Hara (2004) fornecem um modelo que indica que os rendimentos mais elevados são esperados para as empresas com maior informação privada (em relação à informação pública), sugerindo que os investidores exigem ser recompensados por suportar a incerteza informacional sobre uma empresa. Em última análise, Easley e O'Hara (2004) mostram que o risco de informação introduz um novo tipo de risco sistemático, exigindo uma compensação aos investidores.

Nesse sentido, ambientes decorrentes de informações imprecisas implicam que, em empresas que divulgam informações de maior qualidade e em maior distribuição, os investidores podem se beneficiar da redução do custo de capital próprio. Diante do exposto, o grau em que o risco de informação é fixado sobre o custo de capital próprio não é claro. Apesar dessa proposição ser exaustivamente pesquisada na literatura, não se observa o ambiente informacional em que as empresas estão inseridas, nem a relação conjunta da qualidade da informação contábil e assimetria de informação (SCHREDER, 2018).

Sendo assim, empiricamente, o grau de influência do risco de informação sobre o custo de capital próprio é discutível. Nesse contexto, questiona-se qual a relação que o risco de informação, representado pela qualidade e pela distribuição de informação, a partir da existência de assimetria de informação, exerce sobre o custo de capital próprio das empresas, de acordo com a incerteza do ambiente informacional. A seguir são tratados conceitos e métricas a respeito da qualidade da informação contábil e da assimetria informacional, como medidas para o risco de informação.

2.2.1 Qualidade da Informação Contábil

Informações contábeis são consideradas de qualidade quando fornecem informações sobre as características de desempenho financeiro de uma empresa que são relevantes para uma decisão feita por um tomador de decisão, portanto essas informações precisam estar condicionada à relevância da decisão das informações, ser de caráter informativo sobre o

desempenho financeiro das empresas em muitos aspectos que não são observáveis e ser determinada conjuntamente pela relevância do desempenho financeiro subjacente à decisão e pela capacidade do sistema de contabilidade para medir o desempenho (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

Uma vez que a qualidade da informação não pode ser diretamente observável, diversos estudos buscam identificar *proxies* que sirvam para mensurar essa qualidade (DECHOW; DICHEV, 2002; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; DECHOW et al., 2012; MAZZIONI; KLANN, 2016). Dentre as principais abordagens, Dechow, Ge e Sharand (2010) destacam algumas características para identificar informações contábeis de qualidade e as dividiram em três blocos:

- a) quanto à propriedade dos resultados: persistência dos resultados, processo de modelagem dos *accruals* normais e anormais, suavização dos resultados, reconhecimento pontual de perdas e cumprimento das metas;
- b) quanto à reação aos resultados pelo investidor: uso de modelos com significância do retorno/lucro como *proxy* de qualidade dos resultados, e também para a qualidade do auditor; e,
- c) quanto a indicadores externos de erros nos resultados: controles internos fracos, regulação e republicações.

Nesse contexto, Choi e Meek (2005) acrescentam que a contabilidade tem um papel vital na sociedade porque é responsável por fornecer informações sobre as empresas e suas transações, para facilitar as decisões sobre alocação de recursos pelos usuários. Nesse sentido, a contabilidade tem que ser capaz de fornecer informações úteis, relevantes e que impactam na tomada de decisão por parte de seus usuários, para que possam ser tratadas como de qualidade. Além disso, a informação contábil de qualidade é aquela que envolve a persistência dos resultados (lucro e fluxo de caixa), acompanhada do conservadorismo condicional, e que tais informações sejam livres de vieses (manipulação dos *accruals*), além de serem relevantes e capazes de possibilitar uma confirmação e/ou alteração da decisão dos usuários de tais informações (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

No que tange ao risco de informação, representado pela qualidade da informação contábil, e a relação com o custo de capital próprio, as pesquisas (FRANCIS *et al.*, 2005; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; MOSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014; MAZZIONI; KLANN, 2016; DUTTA; NEZLOBIN, 2016) chegam a resultados divergentes, como descrito a seguir.

Francis *et al.* (2005) estabelecem uma ligação entre a qualidade da informação (qualidade dos lucros) de uma empresa e seu custo de capital, argumentando que a baixa qualidade dos *accruals* enfraquece o mapeamento dos lucros contábeis em fluxos de caixa e, portanto, expõe investidores ao risco de informação. Dessa forma, *ceteris paribus*, os investidores exigirão um prêmio de risco por meio de retornos esperados mais elevados sobre o capital para assumir esse tipo de risco. Com base nesses resultados, Francis *et al.* (2005) concluem que, quando usado como uma *proxy* para o risco de informação, a qualidade dos lucros é um determinante importante para o custo de capital próprio.

Já Mouselli, Jaafar e Hussainey (2012) analisaram a relação entre a qualidade dos lucros e qualidade da divulgação da informação, em um agrupamento de portfólio, examinando se a qualidade da divulgação e a qualidade dos lucros são complementares ou substitutas como fatores de risco, para explicar a variação de séries temporais dos retornos da carteira. Os resultados sugerem uma associação positiva entre as duas *proxies* de risco, evidenciando que as empresas com maior qualidade de divulgação da informação se envolvem com menos gerenciamentos de resultados, possuindo uma melhor qualidade dos lucros.

Bhattacharya *et al.* (2012) apontam que o risco de informação e o custo de capital próprio são guiados por modelos analíticos, os quais são interpretados para indicar os efeitos da qualidade da informação e da distribuição da informação, distinguindo entre os modelos, em que as propriedades de informações específicas da empresa são racionalmente precificadas ao longo de duas dimensões relacionadas, encontrando que a qualidade da informação contábil está associada diretamente e negativamente ao custo de capital próprio.

Eckles, Halek e Zhang (2014) testaram empiricamente se a qualidade dos lucros afetava o custo de capital para as seguradoras de propriedade. Para isso, foram utilizados os erros de reserva de perdas de seguradora para medir com precisão a qualidade dos *accruals*. Essa medida, bem como medidas de *accruals* convencionais, é usada para investigar a extensão com que a qualidade dos *accruals* influencia o custo de capital próprio e o custo da dívida. Os achados da pesquisa sugerem que o risco de informação, representado pela qualidade dos *accruals*, não exerce influência no custo de capital próprio.

Mazzioni e Klann (2016) analisaram as características empresariais determinantes da qualidade da informação contábil no contexto das empresas internacionalizadas e sob a perspectiva de diferentes padrões contábeis. A amostra considerou 1.406 empresas localizadas em 12 países, compreendendo o período de 2005 a 2012. A qualidade da informação contábil considerou os atributos da qualidade dos *accruals*, persistência, previsibilidade e suavização dos lucros. A partir do cálculo dos atributos individuais, estabeleceu-se um ranking agregado

das empresas, utilizando método de análise multicritério e a técnica da entropia. Os resultados indicaram que a menor alavancagem financeira constituiu em incentivo para as empresas se posicionarem com escores mais elevados no ranking da qualidade da informação contábil. O estudo confirmou a intensidade da internacionalização das atividades empresariais como uma determinante significativa para explicar a qualidade da informação contábil reportada no contexto internacional.

Sendo assim, esta tese, ao discutir a qualidade da informação contábil, considera que existe uma baixa qualidade quando os relatórios contábeis são manipulados e quando existe um excessivo montante de itens não recorrentes publicados ou falta de transparência, mesmo quando as escolhas contábeis foram realizadas em concordância com as normas vigentes (PAULO, 2007). Nesse sentido, o presente estudo irá abordar, especificamente, três *proxies* para qualidade da informação contábil, que serão explanadas a seguir, quais sejam: qualidade dos *accruals*, gerenciamento de resultados e suavização de resultados.

2.2.1.1 Qualidade dos Accruals

O modelo contábil baseado no regime de competência incorpora a intuição de que o momento dos efeitos econômicos das transações e eventos, frequentemente, difere do momento da realização dos fluxos de caixa relacionados, no qual o benefício dos *accruals* é exatamente efetuar o ajuste entre o fluxo de caixa e o regime de competência (PAULO, 2007). Nesse sentido, *accrual* é “um conceito contábil empregado para atender ao regime de competência (*accruals basis*) e que busca mensurar o resultado no sentido econômico, independentemente da realização financeira das transações e eventos” (PAULO, 2007, p. 60).

Segundo Dechow e Dichev (2002), os resíduos da regressão dos fluxos de caixa presentes, passados e futuros são os *accruals* que não estão vinculados à realização do fluxo de caixa e o desvio-padrão desses resíduos é uma medida de qualidade dos *accruals*, portanto:

- a) Os *accruals* são ajustes temporários que diferem ou antecipam o reconhecimento de fluxos de caixa realizado mais um termo do erro de estimativa;
- b) Os *accruals* são negativamente relacionados aos fluxos de caixa corrente e positivamente relacionados aos fluxos de caixa passados e futuros; e,
- c) O termo de erro da estimativa captura a extensão com que os *accruals* se ajustam dentro dos fluxos de caixa realizados.

Ressalta-se que os benefícios dos *accruals* vêm com o custo de fazer suposições e estimativas que devem ser corrigidas posteriormente em *accruals* futuros (DECHOW;

DICHEV, 2002). Alguns dos erros de estimação são ocasionados pelas características idiossincráticas das firmas e pela complexidade das transações e eventos econômicos, entretanto, a magnitude dos erros, intencionais ou não, de estimativa prejudicam a qualidade dos *accruals* dos resultados e, conseqüentemente, a utilidade da informação contábil para os usuários (PAULO, 2007).

Algumas características são de fundamental importância para se analisar a qualidade dos *accruals*. Dechow e Dichev (2010) explicam que a qualidade dos *accruals* depende de uma série de fatores, a saber: (a) a qualidade dos *accruals* diminui à medida que ocorre o crescimento dos *accruals* totais; (b) a qualidade dos *accruals* é decrescente, quanto maior for o ciclo de funcionamento da empresa; (c) a qualidade dos *accruals* diminui à medida que aumenta o desvio-padrão das vendas e o desvio padrão dos fluxos de caixa das operações; (d) a qualidade dos *accruals* diminui à medida que aumenta o desvio-padrão dos rendimentos; e (e) a qualidade dos *accruals* aumenta à medida que aumenta o tamanho da empresa.

Diante do exposto, existe uma necessidade da minimização dos resíduos da regressão dos fluxos de caixa proposta por Dechow e Dichev (2002), uma vez que, quanto menor essa medida, menores serão os erros de estimativas, possibilitando melhor qualidade dos *accruals* e, conseqüentemente, melhor qualidade dos resultados.

No que diz respeito ao processo de geração de valor da empresa, a qualidade dos *accruals* consegue capturar a precisão dos resultados contábeis existindo evidências da relação entre o custo de capital próprio e a qualidade dos *accruals*, com base no retorno das ações realizadas, indicando que a qualidade dos *accruals* está positivamente correlacionada com retornos realizados em ações individuais, acrescenta-se que, em pesquisa empírica prévia, em sua maioria, as empresas que apresentam uma baixa qualidade de *accruals* possuem retornos negativos (OGNEVA, 2012). Em consonância, Dechow e Dichev (2002) documentaram que as empresas com baixas qualidades dos *accruals* apresentavam maior frequência de perdas e possuíam retornos significativamente mais baixos em relação ao resto do mercado de ações.

Nesse sentido, pode-se relacionar a qualidade dos *accruals* como uma das *proxies* de qualidade da informação contábil, que podem afetar os retornos das ações e conseqüentemente o custo de capital próprio, podendo apresentar comportamentos diferentes, se o gestor gerenciar ou não os resultados, esperando-se uma relação negativa entre qualidade dos *accruals* e custo de capital próprio.

2.2.1.2 Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados não se trata de um comportamento litigioso dos gestores na elaboração dos relatórios financeiros, mas no uso de critério gerencial para influenciar os resultados publicados para as partes interessadas da empresa (DEGEORGE; PATE; ZECKHAUSER, 1999). Entretanto, o gerenciamento de resultados pode vir em resposta aos incentivos informacionais das companhias ou de forma oportunista (BURGSTAHER; HAIL; LEUZ, 2006).

Para Healy e Wahlen (1999), as causas para a utilização do gerenciamento de resultados podem ser de motivações vinculadas ao mercado de capitais, motivações regulamentares e motivações contratuais. Os responsáveis pela empresa manipulam os dados contábeis de forma a alterar o real estado econômico das organizações, de acordo com essas motivações.

Para Chen, Lin e Zhou (2005) e Scott (2003), o gerenciamento de resultados contábeis é promovido pelas oportunidades suprimidas pelos administradores no momento da evidenciação de resultados da firma. Nesse sentido, a administração pode escolher qual tratamento a ser dado ao evento contábil por meio dos componentes discricionários dos *accruals*, de forma que atinja alguns objetivos específicos.

Paulo (2007) lista alguns incentivos para o gerenciamento de resultados, quais sejam: evitar divulgação de perdas contábeis; minimização da volatilidade dos resultados a longo prazo; remuneração mediante desempenho; cumprimento de contratos; transações no mercado de capitais; ajuste às previsões dos analistas; fiscalização e monitoramento dos órgãos reguladores; entre outros.

Paulo (2007) classifica em três formas a manipulação dos dados: a primeira é o gerenciamento de resultados, por meio de seleção contábil; a segunda, gerenciamento de resultados por meio de escolhas operacionais; e, a terceira, o manejo selecionado das demonstrações contábeis, ou seja, não é somente nas demonstrações de resultado que essa manipulação ocorre, o “manejo” nas atividades operacionais normais altera os números contábeis e distorce a visão dos interessados em relação ao planejamento e desempenho das empresas.

Diante do exposto, os motivos para os gestores manipularem seus dados são vários, dentre eles o de melhorar e influenciar a percepção sobre a imagem da empresa. Sendo assim, tratado de forma oportunista, o gerenciamento de resultados pode causar prejuízos aos usuários da informação, como investidores, analistas financeiros, instituições de crédito e de financiamento e órgãos reguladores e fazendários. Nesse sentido, entende-se que, quanto maior

o gerenciamento de resultados, menor a qualidade da informação, impactando no aumento do custo de capital próprio.

2.2.2 Assimetria de Informação no Mercado de Capitais

Em busca da competitividade e da criação de um ambiente que proporcione a recepção de capital, seja ele interno ou externo, as organizações passaram a adotar diversas práticas de governança corporativa, na qual possui como pilares: transparência, prestação de contas, equidade, ética, cumprimento das leis e independência dos conselhos, concedendo aos investidores ambientes mais favoráveis para investirem seu capital, uma vez que se percebe que suas preocupações não se restringem apenas à rentabilidade do negócio, mas também ao risco envolvido, tendo como um dos problemas principais a assimetria de informação (SILVA *et al.*, 2011).

Um dos autores seminais que abordou o problema da assimetria de informação foi Akerlof (1970), com o estudo denominado *Market for Lemons*, no qual utilizou como exemplo para descrever tal fato o mercado norte-americano de carros usados, explicando que o conceito de assimetria informacional pode ser entendido no processo de compra e venda de um automóvel, considerando que quem vende tem pleno conhecimento das condições do veículo, por outro lado quem compra desconhece essas condições. Devido a essa diferença de informações, o comprador já tem o intuito de ofertar um preço abaixo daquele que realmente o veículo valeria, caso ele conhecesse todas as condições, consequentemente, quem está vendendo, se tiver um bom carro, não finalizará o negócio, pois existe a possibilidade de receber um valor diferente do valor real do automóvel.

Scott (2003) explica que assimetria informacional ocorre quando um dos participantes da negociação possui melhores informações do que outro(s). Por outro lado, Jensen e Meckling (1976) explicam que a separação entre as atividades de gestores e a propriedade da empresa possibilita os conflitos de agência. Nesse caso, os agentes internos tentam maximizar a utilidade, expropriando os ganhos dos agentes externos, com menos acesso às informações sobre a firma.

A assimetria de informação não é uma variável diretamente observável, sendo mensurada por meio de variáveis *proxies*. Clarke e Shastri (2000) classificam as medidas de assimetria de informação no mercado de capitais por meio de três categorias: medidas baseadas em previsões de analistas, medidas baseadas em conjunto de oportunidades de investimentos e medidas de microestrutura de mercado.

No que diz respeito às medidas baseadas em previsões de analistas, pode-se citar como *proxies* para assimetria de informação a precisão das previsões do lucro por ação, a dispersão entre as previsões e o número de analistas que acompanham as ações como uma *proxy* para o fornecimento de informações sobre a empresa. Sobre as *proxies* precisão das previsões do lucro por ação e a dispersão entre as previsões, Clarke e Shastri (2000) observam que as opiniões tendem a convergir. Quando a quantidade de informação disponível sobre uma quantidade desconhecida aumenta, os erros de previsão diminuem, à medida que as previsões chegam mais perto do final do ano fiscal. Ademais, cerca de 84% do erro de previsão observado é atribuível a estimativas incorretas de características específicas das firma e não de fatores econômicos abrangentes (CLARKE; SHASTRI, 2000).

As principais críticas a essas *proxies* é que os erros de previsão são tipicamente tendenciosos, e um pressuposto importante nos papéis que utilizam essas métricas é que os analistas produzem informação imparcial para os investidores. No entanto, Easterwood e Nutt (1999) constataram que os analistas reagem de maneiras diferentes à informação positiva e negativa. Medidas baseadas em erros de previsão podem tender a distorcer o grau de assimetria de informação e eles podem ser correlacionados com o grau de risco da empresa, e algumas empresas podem ter erros de previsão mais elevados porque eles têm rendimentos mais voláteis e não por causa dos níveis mais elevados de assimetria de informação.

Com relação ao número de analistas que acompanham as ações como uma *proxy* para o fornecimento de informações sobre a empresa, Brennan, Brennan e Pope (1995) concluíram que uma maior cobertura dos analistas tende a reduzir os custos de seleção adversa. No entanto, Chung, Firth e Kim (1995) observam que, em equilíbrio, a cobertura de analistas pode também estar positivamente relacionada com o nível de informação assimétrica em torno da empresa, uma vez que esses analistas são atraídos para as empresas com mais graves problemas de informação assimétrica, uma vez que o valor de informações privadas aumenta com o grau de assimetria de informação.

Para medidas baseadas em oportunidade de investimento, pode-se citar: *market-to-book* e índice lucro/preço. Essas variáveis são consideradas como *proxies* de assimetria informacional, uma vez que gerentes das empresas de alto crescimento têm conhecimento superior sobre a empresa e sobre o conjunto de oportunidades de investimento, bem como melhor conhecimento dos fluxos de caixa futuros esperados dos ativos existentes (CLARKE; SHASTRI, 2000).

O *Market-to-book* é razão entre o valor de mercado e valor contábil do patrimônio líquido. Ele examina a relação entre a assimetria de informação e o desempenho a longo prazo

de ofertas de ações. Os ganhos futuros são afetados pelas oportunidades de crescimento, sendo assim, quanto maior o valor *market-to-book*, maior crescimento dos lucros se é esperado. Por outro lado, o índice lucro/preço expressa que quanto maior a razão L/P, maior a proporção de capital próprio atribuível aos lucros gerados a partir de ativos, conseqüentemente, ocorre redução das oportunidades de crescimento.

As principais críticas a essas *proxies* são que elas representam uma medida indireta da assimetria de informação, uma vez que o índice de *market-to-book* também é usado frequentemente como uma medida de desempenho corporativo. As empresas podem ter um elevado *market-to-book* por causa do poder de cobrar um preço maior por bens e serviços e não por causa de oportunidades de crescimento. Além disso, o valor contábil dos ativos está sujeito a erros de medição, quando uma empresa tem ativos de longo prazo. O índice lucro-preço também pode ser interpretado como uma medida de risco ou um indicador de crescimento dos lucros (CLARKE; SHASTRI, 2000).

Com relação às medidas de microestrutura de mercado, tem-se ideia que o custo da informação pode afetar os preços e o processo de cotação, nesse caso, demanda *proxies* derivadas da mensuração do componente de assimetria contido nas margens negociadas, pode-se citar o *Bid-ask spread* (BAS), *Probability of Informed Trading* (PIN), medidas referente à Volatilidade dos Títulos e Liquidez em Bolsa (CLARKE; SHASTRI, 2000; EASLEY; O'HARA, 2004; BHATTACHARYA *et al.*, 2012)

O *Bid-ask spread* foi proposto por Copeland e Galai (1983) e aborda que existe a figura do negociante, o qual assume pelo menos duas faces diferentes, aquele que possui informações privilegiadas e os negociantes motivados pela liquidez. Os *insiders traders* possuem informações privilegiadas que lhes permite ter uma melhor estimativa do preço futuro de segurança do que os negociantes motivados pela liquidez. Assim, o objetivo do negociante é escolher um *spread bid-ask* que maximiza seus lucros.

Um dos destaques da utilização da PIN é que a mesma é considerada uma *proxy* direta de assimetria, sendo mais independente da organização do mercado, se comparada com outras *proxies*, tais como volatilidade, lucros anormais e número de anúncios públicos sobre a empresa. Além disso, a PIN tem uma extensa aplicação na literatura de finanças (HEIDLE; HUANG, 2002; ABAD; RUBIA, 2005; AKTAS *et al.*, 2007; MARTINS; PAULO, 2014).

No que diz respeito à *proxy* de Liquidez em bolsa, ela está relacionada ao custo de realizar uma transação no mercado de capitais e que o custo da seleção adversa afeta a liquidez das ações no mercado de capitais, em que a liquidez de um título pode ser aumentada pela redução da assimetria de informação. Logo, espera-se que quanto maior a liquidez do título,

menor a assimetria de informação (AMIHUD; MENDELSON, 1989; MARTINS; PAULO, 2014).

Já a Volatilidade dos títulos, segundo Martins e Paulo (2013), é uma medida de dispersão dos retornos de um ativo no mercado de capitais. Os autores acrescentam que quanto mais o preço de um título varia em um determinado período, maior é o risco de se ganhar ou perder dinheiro negociando com esse título. Por isso, a volatilidade é tida como uma medida de risco. Para Halov e Heider (2011), uma alta volatilidade das ações indica alto custo de seleção adversa. Assim, uma alta volatilidade das ações proporciona uma maior assimetria de informação entre os investidores.

Bhattacharya *et al.* (2012) destacam que existe uma relação direta entre o risco de informação (qualidade da informação contábil) e o custo de capital próprio mediada pela assimetria de informação, fato este que sugere que, quando há um *trade-off* entre os dois, prevalece o aumento da qualidade da informação, sendo assim constatadas evidências sobre a associação entre as medidas de qualidade da informação contábil e do custo de capital próprio e entre as medidas de assimetria de informação e o custo de capital próprio.

Diante do exposto, esta tese busca analisar a relação conjunta da qualidade da informação contábil e da assimetria de informação, no intuito de verificar qual dessas variáveis impactam de forma mais forte o custo de capital próprio em diferentes ambientes informacionais.

Easley e O'Hara (2004) fornecem um modelo que indica retornos esperados mais elevados para as empresas que possuem uma maior probabilidade de informação privada (em relação à informação pública). Essa relação sugere que os investidores exigem retornos mais elevados para suportar maiores risco de informação. Em última análise, Easley e O'Hara (2004) mostram que o risco de informação introduz um novo tipo de risco sistemático, exigindo os investidores a ser compensado pelo risco não diversificável.

Bhattacharya *et al.* (2012), utilizando a análise de trilha, investigou as relações diretas e indiretas entre qualidade dos lucros, assimetria informacional e custo de capital próprio. Essa investigação é motivada por modelos analíticos que especificam tanto uma ligação direta quanto uma ligação indireta entre as variáveis analisadas, que é mediada pela assimetria de informação, mas não sugerem qual ligação seria mais importante empiricamente. O estudo analisou o período de 1993 a 2005, encontrando evidências estatisticamente confiáveis tanto de uma relação direta a partir de qualidade dos lucros para o custo de capital próprio, quanto de uma relação indireta mediada por informações assimétrica, com o peso da evidência que favorece o caminho direto, como o mais importante.

Dutta e Nezhobin (2016) analisaram como a divulgação de informações afetava o custo de capital próprio e o bem-estar dos investidores em um ambiente dinâmico e concluíram que o custo de capital de uma firma diminui ou aumenta, dependendo da qualidade da divulgação pública, se a taxa de crescimento da firma está abaixo ou acima de um limite determinado. Sendo assim, a taxa de crescimento é maior, quando os fluxos de caixa da firma são mais persistentes, ou quando outras empresas na economia estão crescendo a taxas baixas. Dessa forma, enquanto os atuais acionistas preferem sempre máxima divulgação pública, os que pretendem investir (acionistas em potencial) preferem melhoria da divulgação pública.

Schreder (2018) fornece uma revisão quantitativa da literatura sobre as repercussões da idiosincrasia de informações sobre o custo de capital próprio das empresas. No total, Schreder (2018) analisa os resultados de 113 estudos, examinando os efeitos no custo de capital próprio provocados pela quantidade, precisão e assimetria de informação. Os resultados sugerem que a associação entre informação específica da firma e custo de capital próprio está sujeita a efeitos por tipo de divulgação e de nível país, no que diz respeito à ligação entre qualidade e custo de capital de capital próprio constata-se que empresas em países com fraca regulação tendem a apresentar de um custo de capital próprio de até quatro vezes maior que em empresas de países com forte regulação, uma vez que estas últimas, se beneficia de uma divulgação mais ampla. Por outro lado, quase todos os estudos confirmam a associação positiva entre assimetria e custo de capital próprio, entretanto, existe uma variação notável nas conclusões alcançadas.

Diante do exposto, o Quadro 1 apresenta o resumo das principais pesquisas acerca da relação entre a qualidade da informação, assimetria informacional e custo de capital próprio (EASLEY; O'HARA, 2004; FRANCIS *et al.*, 2005; CORE; GRAY; VERDI, 2008; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009; MCINNIS, 2010; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; OGNEVA, 2012; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; SCHREDER, 2018).

Quadro 1 - Resumo das principais pesquisas da revisão da literatura (continua...)

AUTOR	PERÍODO	PAÍS	PROXY		CONTRIBUIÇÃO
			Assimetria	Qualidade da Informação	
Easley e O'Hara (2004)	1984-1988	US	PIN	-	Os achados mostram uma relação positiva com o custo de capital próprio.
Francis <i>et al.</i> (2005)	1970-2001	US	-	Qualidade dos <i>Accruals</i>	Os achados mostram uma relação negativa com o custo de capital próprio.
Core, Gray e Verdi (2008)	19970-2001	US	-	Qualidade dos <i>Accruals</i>	A qualidade da informação contábil não impacta o custo de capital próprio.

(...conclusão)

AUTOR	PERÍODO	PAÍS	PROXY		CONTRIBUIÇÃO
			Assimetria	Qualidade da Informação	
Mohanram e Rajgopal (2009)	1984-2002	US	PIN	-	Os achados mostram que a assimetria informacional não possui uma relação direta com o custo de capital próprio.
McInnis (2010)	1975-2006	US	-	Qualidade dos <i>Accruals</i>	Os achados rejeitam uma associação direta e negativa da qualidade da informação contábil com o custo de capital próprio.
Mouselli, Jaafar e Hussainey (2012)	1997-2004	UK	-	Qualidade dos <i>Accruals</i> e Qualidade do <i>disclosure</i>	Os resultados sugerem uma associação positiva entre as duas <i>proxies</i> de risco.
Ogneva (2012)	1970-2006	US	-	Qualidade dos <i>Accruals</i>	Os resultados mostram que a qualidade da informação pode apresentar tanto uma relação direta, como uma relação indireta.
Bhattacharya <i>et al.</i> (2012)	1993-2005	US	PIN/BAS	Qualidade dos <i>Accruals</i>	Associação direta com a qualidade da informação e indireta com assimetria.
Schreder (2018)	-	Vários	Revisão quantitativa da literatura acerca da qualidade da informação, assimetria e custo de capital próprio.	-	Os resultados sugerem que a associação entre informação específica da firma e custo de capital próprio está sujeita a efeitos dependendo do ambiente.

Fonte: Elaboração Própria (2018).

2.3 AMBIENTE INFORMACIONAL

A informação desempenha dois papéis principais nas economias baseadas no mercado. Primeiro, a informação é útil na tomada de decisão dos investidores e dos provedores de capital, permitindo-lhes avaliar o potencial da oportunidade do retorno dos investimentos. Em segundo lugar, a informação também permite que provedores de capital possam projetar mecanismos de governança corporativa para monitorar o uso de seu capital, uma vez alocados (BEYER et.al, 2010).

Os investidores fornecem capital financeiro, mas não tomam todas as decisões que afetam o retorno de seus investimentos, portanto os investidores valorizam informações com qualidades e que diminuam a assimetria informacional, fornecidas nos ambientes informacionais em que as empresas atuam e exigem uma taxa de retorno mais baixa quando tal

informação estiver disponível. Assim, os investidores analisam se as informações disponibilizadas são capazes de diminuir o risco que o próprio ambiente informacional apresenta para poderem realizar suas decisões de investimento (BEYER et.al, 2010).

Diante do exposto, o ambiente em que as empresas estão inseridas necessita ser estudado, para analisar o impacto que ele causa na relação entre o risco de informação e o custo de capital próprio. Para caracterizar o ambiente informacional, os países serão agrupados em: (i) Ambiente 1 - Bloco Econômico, formado por países desenvolvidos e países emergentes e (ii) Ambiente 2 - Risco de Crédito, formado por países com maior risco de crédito e países com menor risco de crédito, segundo a classificação do Moody's (2018).

No que diz respeito ao Bloco Econômico, estudos tradicionais concentraram esforços em avaliar a relação entre as características das informações divulgadas e variáveis de mercado em nível de cada país, notadamente em mercado de capitais desenvolvidos. Apesar da literatura existente em mercados desenvolvidos, a relação de fatores institucionais e do ambiente informacional ainda é pouco explicada em mercados emergentes, mercados estes conhecidos por apresentarem problemas mais graves de assimetria informacional do que países desenvolvidos, uma vez que os relatórios financeiros em mercados emergentes seriam propensos a um maior grau de manipulações diante de um baixo *enforcement* legal e, portanto, investidores não se apoiariam nas informações divulgadas, logo mercados emergentes apresentariam um maior custo de capital próprio (FATMA; ABDELWAHED, 2010; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

Com relação ao Risco de Crédito, após a crise financeira e econômica de 2008-2009, os diferenciais de rendimento das obrigações soberanas aumentaram em vários países da União Europeia (UE), nomeadamente na área do euro, acima da inflação, do crescimento econômico real e da evolução fiscal, em decorrência desses acontecimentos. A causa principal deve ser encontrada na crescente conscientização dos mercados de capitais em fundamentos macros e fiscais de cada país, nomeadamente o aumento dos desequilíbrios orçamentais devido à crise. Não surpreendentemente, vários *downgrades* também ocorreram no nível de *rating* soberano, ambos reforçam os movimentos ascendentes nos spreads soberanos. Dentro desse argumento, espera-se que países com maior risco de crédito apresentem maiores custo de capital próprio (AFONSO; FURCERI; GOMES, 2012).

Acrescenta-se que a obtenção e manutenção do grau de investimento são importantes tanto para empresas, quanto para países, apresentando como um dos principais benefícios o fato de que um upgrade do *rating* pode trazer para as empresas uma potencial redução em seu custo de capital (MACIEL; CAMARGOS, 2018). O investidor, para que possa realizar investimentos

de maneira segura, deve conhecer ou dispor de informações para fazer uma avaliação correta dos riscos envolvidos na operação, visto que a presença da assimetria de informação existente entre empresas emissoras e os investidores é notória, gerando, por um lado, aumento do risco e, por consequência, aumento do custo para o levantamento das informações necessárias para a tomada de decisão sobre o investimento, e por outro, onera as empresas que, no intuito de reduzir essa assimetria, se veem obrigadas a divulgar cada vez mais informações ao mercado (MACIEL; CAMARGOS, 2018). Sendo assim, justifica-se que o ambiente pode ser um fator determinante para a análise do custo de capital próprio.

2.4 HIPÓTESES DE PESQUISA

Evidências sobre a Hipótese do Mercado Eficiente identificam que o mercado é imperfeito, necessitando de diversos fatores para ajustar a precificação dos ativos (FAMA, 1970; BELO; BRASIL, 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2007; LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2012). Isso ocorre devido as incertezas advindas do ambiente informacional dificultarem o processo de ajustes das informações junto aos preços, levando os investidores a apresentarem maiores dificuldades no processo de ajuste das suas expectativas sobre os fluxos de caixa futuro dos ativos.

Admitindo a hipótese da ineficiência do mercado, as ações dos gestores nas organizações podem influenciar na redução do custo de capital próprio, mediante a divulgação ou não de informações de qualidade, além de poderem influenciar no processo de assimetria informacional.

Nesse sentido, a maior qualidade da informação tende a reduzir o custo de capital das organizações (FRANCIS *et al.*, 2005; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014; DUTTA; NEZLOBIN, 2016; MAZZIONI; KLANN, 2016;). No entanto, Schreder (2018) ressalta que o efeito da qualidade da informação pode variar de acordo com o ambiente informacional no qual a organização está inserida.

Diante do exposto, espera-se que em um ambiente de bloco econômico confrontando países emergentes e países desenvolvidos, a relação entre a qualidade da informação e o custo de capital próprio seja diferente, sendo a relação sem significância estatística esperada para países em mercados emergentes e negativa para países em mercados desenvolvidos, uma vez que empresas de mercados emergentes tendem a fornecer informações contábeis menos precisas e apresentarem relatórios financeiros mais propensos a um maior grau de manipulações

devido um baixo *enforcement* legal, do que as empresas de mercados desenvolvidos, fazendo com que os investidores não se apoiem nas informações divulgadas, condicionando assim o resultado da relação analisada na hipótese 1 as características desses ambientes informacionais (LEVENTIS; WEETMAN, 2004; FATMA; ABDELWAHED, 2010; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

Singularmente, espera-se que em um ambiente de risco de crédito, dividido em países de menor e maior risco de crédito, a relação entre a qualidade da informação e o custo de capital próprio também apresente diferenças devido a influência do ambiente, uma vez que as agências classificadoras de risco, como a Moody's, para a classificação de risco utilizam aspectos quantitativos (análise econômico-financeira) e qualitativos (risco país, classificações setoriais e fatores específicos da entidade), aspectos esses que possuem relação com as informações fornecidas pela contabilidade (FERNANDINO; TAKAMATSU; LAMOUNIER, 2014). Neste sentido, países com menor risco de crédito podem apresentar relação negativa entre a qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio, em contrapartida, países com maior risco de crédito podem não apresentar significância estatística, uma vez que está inserido em um ambiente de maior risco, sinalize uma baixa qualidade da informação contábil. Diante do exposto, tem-se a primeira hipótese do estudo:

H₁: A relação negativa entre a qualidade da informação e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional.

Por conseguinte, a assimetria informacional está relacionada a um maior custo de capital próprio das organizações, conforme foi constatado pelos autores (EASLEY; O'HARA, 2004; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; OGNEVA, 2012; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; SCHREDER, 2018). Por outro lado, a relação entre assimetria informacional e o custo de capital próprio pode ser diferente dependendo do ambiente informacional na qual a organização está inserida, visto que praticamente inexistem investigações empíricas incluindo a influência do ambiente nessa relação (SCHREDER, 2018).

Neste sentido, espera-se que a relação entre assimetria e custo de capital próprio seja significativa e positiva em países emergentes, devido esses países apresentarem menor proteção aos investidores e a aplicação de sanções contra o *insider trading* serem mais amenas, em contraposição aos mercados de capitais desenvolvidos, onde há maior proteção aos acionistas e sanções por ações ilícitas mais rígidas, existindo um sistema de divulgação mais amplo e

transparente sobre as empresas e suas demonstrações financeiras (KEANE, 1993; FATMA; ABDELWAHED, 2010; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

Ademais, a relação de fatores institucionais e do ambiente informacional ainda é pouco explicada em mercados emergentes, mercados estes conhecidos por apresentarem problemas mais graves de assimetria informacional do que países desenvolvidos, sendo assim espera-se que países desenvolvidos apresentem insignificância estatística, entre a relação da assimetria de informação e o custo de capital próprio, pela fraca presença de informações assimétricas nesse ambiente (KEANE, 1993; FATMA; ABDELWAHED, 2010; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

No que diz respeito ao ambiente informacional de risco de crédito, ressalta-se que no contexto de expansão internacional dos mercados e de elaboração de carteiras internacionais, as informações referentes aos riscos de cada investimento se tornam ainda mais importantes, tendo em vista a quantidade de ativos globais disponíveis a serem considerados, as suas especificidades locais e a presença de assimetria de informações, torna-se importante o detalhamento de todas as características dos títulos e de seus respectivos emissores, objetivando a sua correta avaliação no que se refere ao risco e retorno de cada opção de investimento (KLOTZLE et al., 2016).

Sendo assim, os resultados esperados no ambiente informacional risco de crédito são, uma relação significativa e positiva entre a assimetria informacional e o custo de capital próprio em países com maior risco de crédito, devido à presença forte de assimetria informacional e um menor detalhamento de informações, e uma relação sem significância estatística em países com menor risco de crédito, devido a presença de uma melhor e maior quantidade de informações. Diante do exposto, tem-se a segunda hipótese do estudo:

H₂: A relação positiva entre assimetria e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional.

A terceira hipótese de pesquisa, baseia-se no fato que possui uma lacuna em pesquisas anteriores (EASLEY; O'HARA, 2004; FRANCIS *et al.*, 2005; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; OGNEVA, 2012; ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014; DUTTA; NEZLOBIN, 2016; MAZZIONI; KLANN, 2016), no que diz respeito da necessidade da existência simultânea de uma menor (maior) qualidade da informação contábil e uma maior (menor) assimetria de informação para que contribua no aumento (diminuição) do custo de capital próprio, buscando

assim identificar a relação da interação entre a qualidade da informação contábil com a assimetria de informação no custo de capital próprio, podendo esses fatores apresentarem relações diferentes quando analisados conjuntamente em comparação ao serem analisados isoladamente.

Ao analisar a interação entre a qualidade da informação contábil e assimetria de informação, espera-se uma relação positiva entre essa variável e o custo de capital próprio, entretanto o comportamento das variáveis são indefinidos entre os ambientes informacionais, sendo assim, quando ocorrer a presença das duas variáveis, maior qualidade da informação e menor assimetria ou menor qualidade e maior assimetria, simultaneamente, não se tem evidências como se diferenciará entre os ambientes informacionais, entretanto pode-se formular uma hipótese genérica diante do discutido anteriormente, analisando-se a relação da interação entre qualidade da informação e assimetria com o custo de capital próprio. Neste sentido, apresenta-se a terceira hipótese do estudo:

H₃: A existência de uma menor qualidade da informação contábil conjuntamente com uma maior assimetria de informação, proporciona o aumento do custo de capital próprio.

Como a variável qualidade da informação contábil possui relação negativa e a variável assimetria de informação possui relação positiva com a variável custo de capital próprio, para que seja realizada a interação entre essas duas variáveis, será utilizada a inversão do número de analistas, para a variável de assimetria de informação, para que as duas variáveis apresentem a mesma relação esperada.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A amostra consistiu nas empresas de capital aberto em países desenvolvidos e emergentes, no período de 2008 a 2017. Entretanto, os períodos 2008 e 2009, foram utilizados para cálculo das variáveis que necessitavam de defasagem, os anos 2016 e 2017, para calcular a variável do custo de capital próprio, a qual necessita de dois períodos à frente para calcular o período atual e o período de 2010 a 2015, para analisar a relação entre as variáveis de risco de informação e o custo de capital próprio. Os dados utilizados foram os dados anuais coletados no banco de dados da Thomson Reuters para variáveis contábeis e de mercado. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras, devido às particularidades que elas possuem, podendo distorcer os resultados, empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo, por distorcerem o cálculo da variável *market-to-book*, e empresas que não apresentaram dados suficientes para cálculo das variáveis analisadas.

Para caracterização da amostra, os países analisados foram classificados em diferentes ambientes informacionais, utilizando os mesmos países para cada ambiente informacional, reclassificando-os de acordo com suas características, buscando analisar se as relações entre a qualidade da informação e a assimetria informacional com o custo de capital próprio mudam de acordo com o ambiente informacional (SCHREDER, 2018). Para isso, os países foram agrupados em: (i) Ambiente 1 - Bloco Econômico, dividido em países desenvolvidos e países emergentes; (ii) Ambiente 2 - Risco de Crédito, dividido em países com maior risco de crédito e países com menor risco de crédito.

A divisão entre países desenvolvidos e emergentes se justifica, pois, segundo Albanez, Valle e Corrar (2012), ao se estudar os determinantes da estrutura de capital de empresas em países desenvolvidos e emergentes com diferentes estruturas institucionais, encontram-se resultados divergentes, colocando como sugestão para futuras pesquisas a análise do custo de capital nesses países, acrescenta-se que os países são economicamente diferentes, reforçando a classificação. Esse argumento é reforçado por Leventis e Weetman (2004), ao afirmarem que as empresas nos mercados de capitais emergentes tendem a divulgar menos informações e a serem menos precisas, ao relatarem suas informações, do que as empresas nos mercados desenvolvidos.

A classificação pelo risco de crédito justifica-se pelos diferenciais de rendimento das obrigações soberanas de vários países, provocadas pela crescente conscientização dos mercados

de capitais em fundamentos macros e fiscais de cada país e por vários *downgrades* que ocorreram no nível de *rating* soberano, ambos reforçam os movimentos ascendentes nos spreads soberanos. Portanto, espera-se que países com maior risco de crédito apresentem maiores custo de capital próprio (AFONSO; FURCERI; GOMES, 2012).

Para determinar os países analisados, esta tese utilizou a classificação do Fundo Monetário Internacional (FMI), tomando como base a divisão entre países desenvolvidos e emergentes, limitando a amostra para países que compõem o Grupo dos 7 (G-7), o qual é um conjunto dos sete países mais industrializados e desenvolvidos economicamente do mundo, formado pelos Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá. No que diz respeito aos países emergentes, serão utilizados os países que integram o BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), os quais são países considerados com ampla ascensão econômica, que terão expressiva participação na economia mundial nos próximos 50 anos (WILSON; PURUSHOTHAMAN, 2003).

Para classificação do risco de crédito, utilizou-se o *rating* da Moody's, o qual é uma avaliação da capacidade do interesse do emissor da dívida de reembolsar o capital no futuro. As três principais agências de *rating*, Moody's, Fitch e Standard e Poor's, usam escalas de classificação similares, com os emissores de melhor qualidade recebendo uma notação triplo A. Os dados do estudo foram classificados de acordo com a agência de classificação de risco Moody's, conforme descrito no Quadro 2.

Quadro 2 - Sistema de Classificação de Risco de Crédito

CARACTERIZAÇÃO DE DÍVIDA E EMISSOR		RATING MOODY'S
Grau de Investimento	A Mais Alta Qualidade	Aaa
	Alta Qualidade	Aa1 Aa2 Aa3
	Forte Capacidade de Pagamento	A1 A2 A3
	Capacidade de Pagamento Adequada	Baa1 Baa2 Baa3
Grau Especulativo	Propenso para cumprir obrigações, incerteza contínua	Ba1 Ba2 Ba3
	Alto Risco de Crédito	B1 B2 B3
	Elevado Risco de Crédito	Caa1 Caa2 Caa3 Ca C

Fonte: Moody's (2018).

A Tabela 1 apresenta a classificação de risco de crédito por ano e país da amostra analisada, sendo possível dividir os países em países com maior e menor risco de crédito. Observa-se que nenhum país analisado está classificado nos níveis de alto risco de crédito e elevado risco de crédito. Diante desse fato, a amostra foi dividida apenas em dois grupos, considerando países de menor risco, quando apresentarem as classificações Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2 e A3, e países de maior risco de crédito, quando apresentarem as classificações Baa1, Baa2, Baa3, Ba1 e Ba2.

Tabela 1 – Classificação de Risco de Crédito da amostra analisada

Países	2010	2011	2012	2013	2014	2015
África do Sul	A3	A3	A3	Baa1	Baa1	Baa2
Alemanha	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
Brasil	Baa3	Baa3	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2
Canadá	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
China	A1	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3
Estados Unidos	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
França	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1
Índia	Ba2	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
Itália	Aa2	Aa2	A2	Baa2	Baa2	Baa2
Japão	Aa2	Aa2	Aa3	Aa3	Aa3	A1
Reino Unido	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1
Rússia	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa2

Fonte: Elaboração Própria (2018).

O Quadro 3 demonstra como a amostra foi segregada para posterior análise. Nesse sentido, primeiro analisou-se o ambiente Bloco Econômico com toda a amostra (países). Em seguida, segregou-se o bloco econômico em países desenvolvidos e emergentes. Em sequência, analisou-se o ambiente Risco de Crédito com toda amostra e, em seguida, segregou-se o risco de crédito em países com maior e menor risco de crédito, respectivamente. Essas segregações foram realizadas no intuito de analisar o comportamento da qualidade da informação e da assimetria de informação no custo de capital próprio em cada ambiente informacional.

Quadro 3 - Caracterização da amostra (continua...)

AMBIENTES	MODO SEGREGAÇÃO	PAÍSES POR AMBIENTES INFORMACIONAIS
1- BLOCO ECONÔMICO	Países Desenvolvidos	Alemanha Canadá Estados Unidos da América França Itália Japão Reino Unido

(...conclusão)

	MODO SEGREGAÇÃO	PAÍSES POR AMBIENTES INFORMACIONAIS
	Países Emergentes	Brasil Rússia Índia China África do Sul
2- RISCO DE CRÉDITO	Países com menor risco de crédito	Canadá China França Alemanha Itália (2010-2012) Japão África do Sul (2010-2012) Reino Unido França Estados Unidos da América
	Países com maior risco de crédito	Brasil Índia Itália (2013-2017) África do Sul (2013-2017) Rússia

Fonte: Elaboração Própria (2018).

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Tendo como base a literatura levantada na seção 2 desta tese, acerca das relações entre o custo de capital próprio e o risco de informação, representado pela qualidade da informação contábil e assimetria de informação, os itens 3.2.1, 3.2.2 e 3.2.3 descrevem os modelos empíricos que serão utilizados no desenvolvimento da pesquisa.

3.2.1 Mensuração do Custo de Capital Próprio Implícito

O custo de capital próprio implícito (CCPI) busca verificar qual é a taxa de desconto que o mercado está utilizando para chegar ao preço atual da ação (PÁSTOR; SINHA; SWAMINATHAN, 2008). Sendo assim, o CCPI para um determinado ativo é a taxa de desconto (ou taxa interna de retorno) que iguala o valor de mercado do ativo ao valor presente de todos os fluxos futuros de caixa esperado (PÁSTOR; SINHA; SWAMINATHAN, 2008).

A literatura sobre o CCPI foi desenvolvida em parte em resposta à falha dos modelos padrão de precificação de ativos, tendo como característica ser uma *proxy* para retornos esperados que não depende de retornos de ativos realizados, sendo adequado para capturar a

relação risco-retorno mesmo quando se tem poucas informações sobre o fluxo de caixa futuro (PÁSTOR; SINHA; SWAMINATHAN, 2008; CHRISTENSEN; ROSA; FELTHAM, 2010). Como o custo de capital implícito, diferentemente dos retornos realizados, utiliza medidas de longo prazo, para esta tese, utiliza-se o CCPI, esperando-se que esses problemas tenham um efeito menor com essa metodologia (PÁSTOR; SINHA; SWAMINATHAN, 2008; CHRISTENSEN; ROSA; FELTHAM, 2010). Assim, para mensuração do custo de capital próprio, será utilizado o modelo do custo de capital implícito de Botosan e Plumlee (2013), conforme Equação 1:

$$CCPI_{i,t} = \sqrt{\frac{LP\text{Aprev}_{i,t+2} - LP\text{Aprev}_{i,t-1}}{P_{i,t}}} \quad (1)$$

Em que:

$CCPI_{i,t}$ = Custo de capital próprio implícito da empresa i , do período t ;

$LP\text{Aprev}_{i,t+2}$ = A média do lucro por ação previsto da empresa i , no período $t+2$;

$LP\text{Aprev}_{i,t-1}$ = A média do lucro por ação previsto da empresa i , no período $t-1$;

$P_{i,t}$ = Preço corrente da ação em 1º de abril de cada ano da empresa i , do período t .

Diante do exposto, espera-se que, em ambientes com maior incerteza informacional, tenha-se um maior custo de capital próprio, sendo as relações esperadas entre a qualidade da informação e a assimetria informacional com o custo de capital próprio condicionadas ao ambiente informacional (SCHREDER, 2018)

3.2.2 Mensuração da Qualidade da Informação Contábil

Para analisar o risco de informação por meio da qualidade da informação contábil, utilizou-se a qualidade dos *accruals* (qualidade dos lucros) como proposto por Dechow, Ge, Schrand (2010) como *proxy* para qualidade da informação contábil. Para estimação dos *accruals* discricionários, o modelo utilizado foi o de Dechow et. al (2012), conforme Equação 2. A opção por esse modelo consiste na atualização que o mesmo oferece em relação ao Jones Modificado de Dechow, Sloan e Sweeny (1995), um dos modelos mais difundidos na literatura empírica sobre gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários, uma vez que Dechow et, al (2012) incluem o intercepto na equação e os *accruals* totais defasados que captura a reversão dos *accruals* no período corrente.

$$\Delta TA_t = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta R_t - \Delta CR_t) + \beta_3 (PPE_t) + \beta_4 (\Delta TA_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

Em que:

ΔTA_t = A variação do total dos *accruals*, que representa os *accruals* discricionários e não discricionários, do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$;

A_{t-1} = O ativo total no final do período $t-1$;

ΔR_t = A variação das receitas líquidas entre os períodos $t-1$ e t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔCR_t = A variação das contas a receber de clientes entre os períodos $t-1$ e t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$;

PPE_t = O saldo das contas do ativo imobilizado no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔTA_{t-1} = A variação do total dos *accruals* do período $t-2$ para o período $t-1$, ponderada pelos ativos totais no final do período $t-2$;

ε_t = Erro da regressão no período t .

Como forma de diminuir as distorções que podem ser provocadas pela heterogeneidade das empresas da amostra, nas estimações dos *accruals* discricionários, estimou-se o modelo de Dechow et al. (2012) em *cross-section* para cada setor econômico, por país e ano, esses valores brutos serão utilizados na análise descritiva, no intuito de analisar se o gerenciamento foi realizado para aumento ou diminuição do lucro. Em seguida, considerou-se como *proxy* para qualidade dos *accruals*, os valores absolutos dos resíduos da Equação 2, após serem estimados por setor econômico, país e ano (como explicado anteriormente) como propõe Dechow et al. (2012), representando os *accruals* discricionários.

Assim, quanto mais próximo de 0 forem os resíduos, menores serão os *accruals* discricionários, consequentemente ocorrerá menor gerenciamento de resultados. Por outro lado, quanto mais distante de 0 forem os resíduos, maior será o gerenciamento de resultados, levando-se em conta que as variáveis propostas no modelo de Dechow et al. (2012) expliquem com confiabilidade os *accruals* não discricionários (MARTINS; PAULO; MONTE, 2016). Neste sentido, espera-se uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e custo de capital próprio.

Para o cálculo dos *accruals* totais, será utilizado o método do fluxo de caixa, conforme a Equação 3:

$$TA_{i,t}^{cf} = \frac{EBXI_{i,t} - CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3)$$

Em que:

$TA_{i,t}^{cf}$ = Total dos *accruals* da empresa *i*, no período *t*;

$EBXI_{i,t}$ = Resultados antes de itens extraordinários e operações descontinuadas da empresa *i*, no período *t*;

$CFO_{i,t}$ = Fluxo de caixa operacional evidenciado diretamente na demonstração do fluxo de caixa da empresa *i* no período *t*;

$A_{i,t-1}$ = Total dos ativos da empresa *i* no período *t-1*;

3.2.3 Mensuração da Assimetria de Informação

Para análise do risco de informação por meio da distribuição da informação, utilizou-se como *proxy* para assimetria informacional a cobertura de analistas. A cobertura de analistas, segundo Clarke e Shastri (2000), representa o número de analistas que acompanham as ações, conforme Equação 4:

$$CobAnalistas_{it} = NumAnalistas_{it} \quad (4)$$

Em que:

$CobAnalistas_{it}$ = Cobertura de analistas da empresa *i* no período *t*;

$NumAnalistas_{it}$ = Número de analistas que acompanham as ações da empresa *i* no período *t*.

Brennan e Subrahmanyam (1995) concluíram que quanto maior for a cobertura dos analistas, menores tendem a ser os custos de seleção adversa. Portanto, espera-se que quanto maior a cobertura de analistas, menores sejam a assimetria informacional e o custo de capital próprio. Para facilitar a análise de resultados, foi utilizada a nomenclatura *CobAnalistas*, representando o número de analista, na estatística descritiva, contudo, nas regressões, utilizou-se o inverso do número de analistas, para que ela pudesse apresentar relação positiva com o custo de capital próprio, semelhante a variável de qualidade da informação contábil. Nesse caso, a variável foi denominada baixa cobertura de analista (*BCobAna*).

3.2.4 Mensuração das Variáveis de Controle

Devido ao custo de capital próprio ser afetado por outros fatores que não a qualidade da informação contábil e assimetria de informação, será necessária a utilização de variáveis de controle, com a finalidade de analisar a influência dessas variáveis no custo de capital próprio. Nesse sentido, as variáveis utilizadas serão tamanho da empresa, índice preço/lucro, índice *market-to-book* e ciclo de vida. Essas variáveis foram amplamente utilizadas na literatura (AMIHUD; MENDELSON, 1989; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; HALOV; HEIDER, 2011; BHATTACHARYA *et al.*, 2012).

Para o cálculo da variável tamanho da empresa, utilizou-se o logaritmo natural do ativo total da empresa, conforme Equação 5. Dechow, Ge e Scharand (2010) defendem que o tamanho da empresa está positivamente relacionado com qualidade da informação contábil, pois quanto maior a empresa, maior a qualidade da informação contábil, e negativamente relacionado com assimetria de informação, diante do exposto, espera-se que quanto maior for a empresa, menor será seu custo de capital próprio.

$$TAM_{i,t} = \ln(\text{Ativo Total}_{i,t}) \quad (5)$$

Em que,

$TAM_{i,t}$ = O tamanho da empresa i no período t ;

$\text{Ativo Total}_{i,t}$ = Ativo total da empresa i no final do período t ;

Para o cálculo do índice *market-to-book*, utilizou-se a Equação 6. Gerentes das empresas de alto crescimento têm conhecimento superior sobre a empresa e o conjunto de oportunidades de investimento, bem como um melhor conhecimento dos fluxos de caixa futuros esperados dos ativos existentes, portanto, quanto maior o índice *market-to-book*, maior assimetria informacional, conseqüentemente maior custo de capital próprio (AMIHUD; MENDELSON, 1989).

$$MB_{it} = \frac{VM_{it}}{PL_{it}} \quad (6)$$

Em que,

MB_{it} = O *market-to-book* da empresa i no período t ;

VM_{it} = Valor de mercado da empresa i no período t ;

$PL_{i,t}$ = Patrimônio líquido da empresa i no final do período t ;

Para o cálculo do índice preço/lucro (P/L), fez-se uso da Equação 7. Quanto maior a razão P/L, maior a proporção de capital próprio atribuível aos lucros gerados a partir de ativos, consequentemente, menores as oportunidades de crescimento (CLARKE; SHASTRI, 2000).

$$IPL_{it} = \frac{P_{it}}{LPA_{it}} \quad (7)$$

Em que

IPL_{it} = Índice preço lucro da empresa i no período t ;

P_{it} = Preço de mercado da ação da empresa i no período t ;

LPA_{it} = Lucro por ação da empresa i , dada pela relação entre seu lucro do exercício e o número de ações em negociação.

Para classificação do ciclo de vida, foi utilizado o modelo de Dickinson (2011), o qual baseia-se na combinação de sinais dos três componentes do fluxo de caixa, operacional, investimento e financiamento, divididas em madura e não maduras, não maduras novas e em crescimento, sendo as não maduras a amostra composta por empresas novas e em crescimento, conforme Quadro 4. Controlou-se a amostra pelo ciclo de vida, uma vez que Hansan et al. (2015) argumentam que a visão baseada na teoria do ciclo de vida pode explicar a variação no custo de capital próprio em diferentes fases de uma empresa, pois nesses estágios as empresas possuem diferentes níveis de recursos, vantagens competitivas, assimetria de informação e risco.

Quadro 4 - Classificação dos Estágios do Ciclo de Vida

Fluxo de Caixa	Nascimento	Crescimento	Maturidade
Operacional	-	+	+
Investimento	-	-	-
Financiamento	+	+	-

Fonte: Adaptado Dickinson (2011).

3.2.5 Modelos Econométricos

Para analisar a relação entre custo de capital próprio e risco de informação, fez-se uso da Equação 8, ao controlar os dados pela *dummy* de ambiente, e da Equação 9, ao controlar os dados pela *dummy* de país:

$$CCPI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 QI_{it} + \beta_2 AI_{it} + \beta_3 (QI * AI)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DAmbiente_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$CCPI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 QI_{it} + \beta_2 AI_{it} + \beta_3 (QI * AI)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPaís_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em que:

$CCPI_{i,t}$ = Custo de Capital Próprio da empresa i no período t ;

$QI_{i,t}$ = *Proxy* que representa a qualidade da informação da empresa i no período t ;

$AI_{i,t}$ = *Proxy* que representa a assimetria de informações da empresa i no período t ;

TAM_{it} = O tamanho da empresa i no período t , sendo calculada pelo logaritmo dos ativos, representando uma variável de controle; e

MB_{it} = Índice *market-to-book* da empresa i no período t ;

IPL_{it} = Índice preço lucro das da empresa i no período t ;

CV_{it} = Ciclo de vida da empresa i no período t ;

$DAmbiente_{it}$ = *Dummy* para ambiente informacional;

$DPaís_{it}$ = *Dummy* para país;

ε_{it} = Erro da regressão.

Com base nas Equações principais (8 e 9), foram desenvolvidos quatro modelos para análise, utilizando-se qualidade dos *accruals* (ADDhks) como *proxy* para qualidade da informação contábil e baixa cobertura de analistas (BCobAna) como *proxy* para assimetria, conforme Quadro 5. O modelo 1 apresenta-se sem variáveis de controle, enquanto o modelo 2, por sua vez, acrescentam-se as variáveis de controle. Esses modelos foram analisados com toda amostra, controlando o ambiente informacional, bloco econômico no primeiro momento e risco de crédito no segundo momento. Os modelos 3 e 4 foram utilizados, quando se divide o ambiente em mercados emergentes e desenvolvidos, no primeiro momento, e em países com

maiores e menores risco de crédito, no segundo momento. Para cada mercado, foram utilizados os modelos para análise da qualidade da informação, assimetria e o custo de capital próprio.

Foram efetuadas estimações robustas à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros, utilizando dados em painel por meio do método *Pooled Ordinary Least Square* (POLS), controlando os efeitos dos estágios do ciclo de vida nos modelos 2 e 4, e o efeito país nos modelos 3 e 4. Para a primeira hipótese de pesquisa, na qual busca analisar o condicionamento da relação negativa entre a qualidade da informação contábil (baixo *accruals* discricionários) e o custo de capital próprio, foi analisado o coeficiente β_1 . Para a segunda hipótese de pesquisa, na qual busca analisar o condicionamento da relação positiva entre a assimetria de informação e o custo de capital próprio, foi analisado o coeficiente β_2 esperando-se que os coeficientes apresentem diferenças de sinais e significâncias nessas hipóteses entre mercados desenvolvidos e emergentes, bem como entre países com menor e maior risco de crédito.

Por fim, para a terceira hipótese de pesquisa, na qual busca analisar a relação da existência de uma menor qualidade da informação contábil e uma maior assimetria de informação simultaneamente e o custo de capital próprio, foi analisado o coeficiente β_3 , não possuindo evidências da relação esperada quanto a diferença de ambientes, entretanto espera-se uma relação positiva da variável de interação com o custo de capital próprio.

Quadro 5 - Modelos Analisados

Modelos	
Sem Controle	M1: $CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 DAmbiente_{it} + \varepsilon_{it}$
Com Controle	M2: $CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 PL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DAmbiente_{it} + \varepsilon_{it}$
Sem Controle	M3: $CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$
Com Controle	M4: $CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 PL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$
Nota: CCPI _{it} : custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os <i>accruals</i> discricionários, estimados pelo modelo de Dechow et al. (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; <i>Market-to-Book</i> : índice <i>market-to-book</i> ; Índice Preço Lucro: índice preço Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui.	

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

O Quadro 6 evidencia a relação esperada entre as variáveis de interesse das hipóteses analisadas. Ressalta-se, no entanto, que essas relações podem ser modificadas conforme o ambiente informacional, objetivo principal desta tese.

Quadro 6 - Resumo das variáveis utilizadas e relação esperada

Proxy/Variável	Explicação	Relação Esperada com o CCP	Sinal Esperado com o CCP
<i>Accruals</i> Discrecionários Dechow et al. (2012)	<i>Proxy</i> inversa para qualidade da informação contábil, quanto maior (menor) os <i>accruals</i> discrecionários, menor (maior) a qualidade da informação contábil.	Direta	Positivo
Baixa Cobertura de Analistas	<i>Proxy</i> para assimetria de informação, quanto maior (menor) o inverso do número de analistas, maior (menor) a assimetria de informação.	Direta	Positivo
Interação entre proxies de qualidade e assimetria	A significância estatística da interação dessas variáveis mostra a influência conjunta da qualidade da informação e da assimetria de informação, neste sentido, quanto maior (menor) o valor a interação, maior (menor) será o custo de capital próprio.	Direta	Positivo

Fonte: Elaboração própria (2018).

Após a descrição da metodologia utilizada, na seção seguinte, serão apresentados e discutidos os resultados da presente tese, bem como uma análise de robustez para as hipóteses de pesquisa, buscando responder aos objetivos gerais e específicos, bem como defender a tese proposta.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS

Esta seção apresenta a estatística descritiva dos países e das variáveis analisadas nesta tese. Ressalta-se que para análise descritiva das variáveis em estudo, foram utilizados os valores brutos das mesmas, com destaque na variável *accruals* discricionários, a qual apresentou o valor de estimação da equação (2) com valores negativos e positivos, no intuito de analisar de forma geral se o gerenciamento foi realizado para aumento ou diminuição do lucro, essa informação se torna importante para uma análise por país, sendo mais fácil visualizar as diferenças de gerenciamento entre os países e os ambientes informacionais de forma descritiva. O valor absoluto dos resíduos, foi utilizado para a análise dos modelos econométricos, a qual busca apenas a análise se a empresa gerenciou ou não, não importando o sinal do gerenciamento.

A Tabela 2 demonstra a quantidade de empresas analisadas por país e ano da amostra. Em média, foram analisadas 4417 empresas, no período de 2010 a 2015, dos países que compõem o BRICS e o G7, escolhidos como amostra inicial para separação entre países desenvolvidos e emergentes, obtendo depois outra classificação quanto ao risco de crédito, como explicado nas seções anteriores. Os Estados Unidos e o Japão, são os países em que percebe-se em média a maior quantidade de empresas analisadas (1194 e 868 respectivamente) atenta-se o fato desses países estarem classificados como desenvolvidos, em contraposição da África do Sul, Brasil e Rússia com menor quantidade de empresas (53, 51 e 42) sendo países classificados como emergentes, infere-se que estes resultados podem ser reflexo da disponibilidade de informações fornecidas por cada país pra cálculo das variáveis utilizadas, como também a classificação do Bloco Econômico.

Tabela 2 - Quantidade de empresas por ano por país (continua...)

Países	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Média
África do Sul	57	58	57	50	49	45	53
Alemanha	178	139	139	172	193	192	169
Brasil	44	40	52	48	55	67	51
Canadá	237	262	278	258	306	340	280
China	563	659	767	805	964	1199	826
Estados Unidos	1167	1154	1134	1090	1237	1379	1194
França	163	134	133	164	174	209	163
Índia	260	285	253	270	282	413	294
Itália	65	53	67	83	88	91	75
Japão	1026	1075	674	789	805	838	868

(...conclusão)

Países	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Reino Unido	330	368	396	386	439	500	403
Rússia	59	42	25	39	43	45	42
Total de Empresas	4149	4269	3975	4154	4635	5318	4417

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Analisando a amostra geral de todos os 12 países com 26500 observações no total, o valor médio do custo de capital implícito é 0,218, apresentando um custo mínimo de 0,0001 e um máximo 13,769, conforme Tabela 3. A variável para qualidade da informação contábil, *accruals* discricionários, apresentou média negativa, indicando que, em média, as empresas gerenciam o resultado afim de diminuí-lo. Dentre as variáveis de controle, o índice *market-to-book* apresenta uma maior disparidade entre a amostra (Desvio Padrão = 15,581), com esse resultado pode-se inferir que a amostra possui tanto empresas com altos valores de mercado em relação ao valor contábil quanto empresas com baixos valores de mercado em relação ao valor contábil. No que diz respeito à *proxy* para assimetria, o número de analistas varia entre 0 e 58, com uma média de 7 analistas. Pode-se observar, ainda, que, em média, as empresas possuem uma baixa cobertura de analistas, quando comparadas com o valor máximo de 58 analistas.

Tabela 3 - Estatística descritiva da amostra total de 2010 a 2015

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Toda Amostra					
CCPI	0,218	0,280	0,001	0,165	13,769
ADDhks	-0,189	5,261	-215,417	0,003	451,167
Tamanho	21,841	2,901	10,741	21,814	31,497
<i>Market-to-Book</i>	2,160	15,581	0,000	0,859	1459,663
Índice Preço Lucro	-0,009	0,892	-56,358	0,035	69,912
CobAnalistas	7	8	0	4	58

Nota: CCPI_{it}: custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Dechow et al. (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; *Market-to-Book*: índice *market-to-book*; Índice Preço Lucro: índice preço Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui.

*Foram analisadas 26500 observações.

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Ao analisar a estatística descritiva por país Tabela 4, é possível destacar alguns fatores. Os países que apresentaram menores custo de capitais e ficaram abaixo da média foram China, África do Sul e Reino Unido, tendo a África do Sul com o menor custo de capital 0,019, enquanto os outros países ficaram acima da média, tendo a Rússia com a maior média entre os países, 0,628. Os *accruals* discricionários mensurados pelo modelo de Dechow et. al (2012) apresentam-se com valores positivos nos países, Brasil, Rússia, África do Sul, Japão,

Alemanha, França, Reino Unido e Canadá, indicando que, em média analisando apenas os *accruals* discricionários, esses países tendem a gerenciar aumentando resultados.

Por outro lado, países como Índia, China, Estados Unidos da América e Itália apresentam valores negativos, indicando que, em média, esses países tendem a gerenciar diminuindo resultados. Complementarmente, ao analisar em valores absolutos, tem-se do maior nível para o menor nível de gerenciamento (*accruals* discricionários) os seguintes países: Índia, Estados Unidos da América, Canadá, Reino Unido, Japão, África do Sul, França, Alemanha, Brasil, Itália, China e Rússia.

Tabela 4 - Estatística descritiva por países no período de 2010 a 2015 (continua...)

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Observações
Brasil (BRA)						
CCPI	0,311	0,392	0,021	0,206	4,240	306
ADDhks	0,003	0,104	-0,439	0,000	0,539	306
Tamanho	22,381	1,328	18,025	22,244	26,568	306
<i>Market-to-Book</i>	1,188	2,442	0,000	0,000	20	306
Índice Preço Lucro	-0,220	1,608	-19,758	0,053	1,003	306
CobAnalistas	8	5	0	8	18	306
Rússia (RUS)						
CCPI	0,628	0,892	0,006	0,322	6,716	253
ADDhks	0,001	0,115	-0,806	0,001	0,514	253
Tamanho	25,156	1,986	20,604	25,090	30,467	253
<i>Market-to-Book</i>	0,467	2,269	0,000	0,000	32,173	253
Índice Preço Lucro	0,145	4,354	-56,358	0,094	15,544	253
CobAnalistas	3	4	0	2	18	253
Índia (IND)						
CCPI	0,226	0,181	0,009	0,181	2,619	1763
ADDhks	-0,770	4,286	-36,787	0,006	9,053	1763
Tamanho	23,721	1,652	18,567	23,545	29,232	1763
<i>Market-to-Book</i>	3,867	16,740	0,0000	3,664	366,562	1763
Índice Preço Lucro	0,048	0,332	-8,973	0,052	2,391	1763
CobAnalistas	9	12	0	3	56	1763
China (CHI)						
CCPI	0,148	0,089	0,002	0,133	1,123	4957
ADDhks	-0,001	0,939	-59,545	-0,023	6,505	4957
Tamanho	22,118	1,284	19,006	21,891	28,136	4957
<i>Market-to-Book</i>	1,431	5,695	0,000	0,000	347,078	4957
Índice Preço Lucro	0,027	0,040	-0,639	0,025	0,481	4957
CobAnalistas	4	4	0	3	26	4957
África do Sul (AFS)						
CCPI	0,020	0,015	0,001	0,011	0,140	316
ADDhks	0,007	0,066	-0,183	0,000	0,503	316
Tamanho	22,846	1,207	18,955	22,804	26,229	316
<i>Market-to-Book</i>	4,352	9,990	0,000	2,042	134,477	316
Índice Preço Lucro	0,001	0,001	-0,010	0,001	0,010	316
CobAnalistas	6	5	0	5	18	316
Estados Unidos da América (EUA)						
CCPI	0,255	0,319	0,001	0,181	13,769	7161
ADDhks	-0,648	8,140	-215,417	0,071	169,553	7161
Tamanho	20,627	2,176	10,835	20,679	26,721	7161

(... conclusão)

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Observações
Estados Unidos da América (EUA)						
<i>Market-to-Book</i>	3,403	27,843	0,000	1,523	1.459,665	7161
Índice Preço Lucro	-0,071	0,857	-48,443	0,039	5,050	7161
CobAnalistas	10	9	0	7	58	7161
Japão (JAP)						
CCPI	0,243	0,169	0,001	0,206	1,833	5207
ADDhks	0,008	0,131	-2,016	0,003	5,587	5207
Tamanho	25,344	1,754	17,677	25,286	31,497	5207
<i>Market-to-Book</i>	0,984	1,032	0,000	0,831	13,776	5207
Índice Preço Lucro	0,054	0,115	-2,352	0,061	0,665	5207
CobAnalistas	4	6	0	2	29	5207
Alemanha (ALE)						
CCPI	0,262	0,242	0,011	0,199	3,199	1013
ADDhks	0,005	0,140	-1,067	0,000	1,474	1013
Tamanho	19,905	2,439	14,373	19,558	26,669	1013
<i>Market-to-Book</i>	1,645	2,268	0,000	1,1	19	1013
Índice Preço Lucro	0,003	0,360	-7,807	0,049	3,469	1013
CobAnalistas	10	11	0	4	43	1013
França (FRA)						
CCPI	0,256	0,214	0,017	0,199	2,072	977
ADDhks	0,006	0,168	-0,697	0,002	2,596	977
Tamanho	20,136	2,345	15,242	19,877	26,248	977
<i>Market-to-Book</i>	1,374	1,731	0,000	1,124	30,287	977
Índice Preço Lucro	0,011	0,261	-3,387	0,056	3,053	977
CobAnalistas	8	9	0	3	38	977
Itália (ITA)						
CCPI	0,303	0,411	0,025	0,213	6,721	447
ADDhks	-0,001	0,080	-0,956	0,000	0,377	447
Tamanho	20,417	1,898	16,550	20,345	25,806	447
<i>Market-to-Book</i>	1,027	1,501	0,000	0,6	14	447
Índice Preço Lucro	-0,118	1,415	-19,642	0,045	1,567	447
CobAnalistas	6	7	0	3	33	447
Reino Unido (RU)						
CCPI	0,058	0,392	0,001	0,022	11,817	2419
ADDhks	0,122	2,142	-18,480	0,012	83,104	2419
Tamanho	18,929	2,379	10,741	18,743	26,720	2419
<i>Market-to-Book</i>	2,114	7,138	0,000	0,599	260,078	2419
Índice Preço Lucro	0,078	1,655	-18,270	0,000	69,912	2419
CobAnalistas	6	7	0	3	36	2419
Canadá (CAN)						
CCPI	0,301	0,288	0,011	0,230	5,664	1681
ADDhks	0,375	11,120	-20,388	0,023	451,167	1681
Tamanho	19,354	2,204	12,547	19,325	25,160	1681
<i>Market-to-Book</i>	1,639	3,734	0,000	0,500	72,000	1681
Índice Preço Lucro	-0,204	1,121	-28,268	-0,021	1,525	1681
CobAnalistas	5	5	0	3	33	1681

Nota: CCPI_{*i*}: custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Dechow et al. (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; *Market-to-Book*: índice *market-to-book*; Índice Preço Lucro: índice preço Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018)

No que diz respeito à assimetria, a média geral foi 7, sendo Rússia, China, África do Sul, Japão, Itália, Reino Unido e Canadá os países que ficaram abaixo da média, demonstrando,

em média, menor cobertura de analistas, enquanto Brasil, Índia, Estados Unidos da América, Alemanha e França com valores acima da média, demonstrando uma maior cobertura de analistas. Ressalta-se, no entanto, que os valores estão muito próximos da média, divergindo pouco entre países.

A Tabela 5 apresenta os resultados da correlação entre as variáveis de pesquisa analisando todos os dados, buscando analisar a força e a direção de associação entre as variáveis pesquisadas. Observa-se que todas as variáveis apresentaram significância estatística com o custo implícito de capital próprio. A variável *accruals* discricionários possui associação positiva com o custo implícito de capital próprio, sendo assim, quanto maior o volume de *accruals* discricionário, menor a qualidade da informação contábil e maior o custo implícito de capital, ratificando os achados de pesquisas anteriores (FRANCIS *et al.*, 2005; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014; MAZZIONI; KLANN, 2016; DUTTA; NEZLOBIN, 2016).

Tabela 5 - Matriz de Correlação entre as variáveis dependentes e independentes

	CCPI	ADDhks	Tamanho	<i>Market-to-book</i>	Índice Preço/Lucro
ADDhks	0,0291*				
Tamanho	-0,0319*	-0,1072*			
<i>Market-to-book</i>	-0,0168*	0,0370*	-0,0039		
Índice Preço	-0,0202*	-0,0166*	0,1080*	0,0015	
Lucro					
CobAnalistas	-0,1097*	0,0641*	0,3177*	0,0676*	0,0453*

Nota: CCPI_{*i*}: custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Dechow *et al.* (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; *Market-to-Book*: índice *market-to-book*; Índice Preço Lucro: índice preço/Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui. (*) Significância Estatística a 5%.

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa (2018).

As outras variáveis apresentaram relação negativa com o custo implícito de capital. No que diz respeito à assimetria de informação, verificou-se que quanto maior a quantidade de analistas, menor a assimetria de informação, portanto menor custo de capital próprio, confirmando os achados dos autores (EASLEY; O'HARA, 2004; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; OGNEVA, 2012; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; SCHREDER, 2018). Ao se tratar das variáveis de controle, observa-se que quanto menor a empresa, quanto menor for o seu valor de mercado em relação ao valor contábil (*market-to-book*) e quanto menor a variável preço lucro, maior o custo de capital próprio.

Diante do exposto, pode-se analisar as características dos países analisados, para que possa auxiliar nas análises dos modelos econométricos. Em seguida, a análise foi dividida em dois ambientes informacionais: Ambiente Bloco Econômico, dividido em BRICS, representando países emergentes, e G7, representando países desenvolvidos, e Ambiente Risco de Crédito, divididos em países com Maior e Menor Risco de Crédito, respectivamente. Para analisar se as amostras são diferentes, foi realizado o teste *t* de *Student*, utilizado na comparação de médias, conforme Tabela 6, o qual indica que as amostras são estatisticamente diferentes, *p-value* (0,000), na maioria das variáveis (com exceção do *market-to-book* no ambiente do bloco econômico, e a variável preço/lucro no ambiente risco de crédito) justificando a divisão entre os grupos BRICS e G7 e entre os grupos Maior e Menor Risco de Crédito para análise da relação da qualidade da informação contábil, assimetria informacional e custo de capital próprio.

Tabela 6 - Teste *t* de Médias das variáveis utilizadas

Variável	Média		<i>p-value</i>	Média		<i>p-value</i>
	BRICS	G7		Maior Risco	Menor Risco	
CCPI	0,183	0,232	0,000	0,268	0,212	0,000
ADDhks	7,347	-0,194	0,000	-0,497	-0,154	0,000
Tamanho	22,632	21,523	0,000	23,348	21,668	0,000
<i>Market-to-book</i>	2,076	2,194	0,577	3,054	2,058	0,001
Índice Preço Lucro	0,025	-0,022	0,000	0,015	-0,011	0,143
CobAnalistas	6	7	0,000	8	7	0,000
Observações	7.595	18.905	-	2.728	23.772	-

Nota: CCPI_{*it*}: custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Dechow et al. (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; *Market-to-Book*: índice *market-to-book*; Índice Preço Lucro: índice preço Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui.

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa (2018).

O BRICS, representando países emergentes, é composto por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, enquanto o G7, representando países desenvolvidos, é composto pelos países Estados Unidos da América, Itália, Reino Unido, Canadá, Japão, Alemanha e França. Como demonstrado na Tabela 7, o BRICS apresentou um menor custo de capital em relação ao G7. Esperava-se que o G7 apresentasse um menor custo, por ser formado por países desenvolvidos. Entretanto, ao analisar por país, nota-se que a China e a África do Sul são responsáveis por diminuir a média do custo de capital próprio no grupo do BRICS, apresentando particularidades entre os países da amostra. Por outro lado, os países do G7 possuem um custo de capital próprio homogêneo, com exceção apenas das empresas do Reino Unido, o qual possui custo de capital próprio baixo em relação aos outros países do grupo.

No que diz respeito à variável de qualidade da informação contábil, a variável dos *accruals* discricionários pelo modelo de Dechow et. al. (2012) apresentam menores médias nos países desenvolvidos, sinalizando que, em média, possuem um menor gerenciamento de resultados, tendo assim uma melhor qualidade da informação. Ao se tratar da assimetria de informação, os países do grupo BRICS possuem, em média, menos cobertura de analistas, sendo assim considera-se maior assimetria por parte dos países emergentes. Destaca-se que a cobertura de analistas varia de 0 a 56 no BRICS e de 0 a 58 no G7, evidenciando uma disparidade entre empresas na cobertura de analistas e que a média de cobertura dos analistas está mais próxima do mínimo do que o número máximo, sugerindo que existe uma assimetria de informação considerável entre as empresas.

Tabela 7 - Estatística descritiva por bloco econômico no período de 2010 a 2015

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Observações
Todos os países do BRICS						
CCPI	0,183	0,234	0,001	0,144	6,716	7.595
ADDhks	7,347	71,654	0,013	2,431	3.543,21	7.595
Tamanho	22,632	1,624	18,025	22,348	30,467	7.595
<i>Market-to-Book</i>	2,076	9,596	0,000	0,000	366,562	7.595
Índice Preço Lucro	0,025	0,873	-56,358	0,029	15,544	7.595
CobAnalistas	6	7	0	3	56	7.595
Todos os países do G7						
CCPI	0,232	0,296	0,001	0,177	13,769	18.905
ADDhks	-0,194	6,067	-215,417	0,007	451,167	18.905
Tamanho	21,523	3,222	10,741	21,276	31,497	18.905
<i>Market-to-Book</i>	2,194	17,416	0,000	0,994	1.459,663	18.905
Índice Preço Lucro	-0,022	0,899	-48,443	0,039	69,912	18.905
CobAnalistas	7	8	0	4	58	18.905

Nota: CCPI_{it}: custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Dechow et al. (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; *Market-to-Book*: índice *market-to-book*; Índice Preço Lucro: índice preço Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Ao analisar o ambiente risco de crédito, dividiu-se os países em dois grupos, países com maior risco de crédito, composto por Brasil, Índia, Itália, nos anos de 2013 a 2017, África do Sul, nos anos de 2013 a 2017, e Rússia, enquanto o outro grupo com países com menor risco de crédito, composto pelos países Canadá, China, França, Alemanha, Itália, nos anos de 2010 a 2012, Japão, África do Sul, nos anos de 2010 a 2012, Reino Unido, França e Estados Unidos da América. O grupo dos países com maior risco de crédito apresentou um maior custo de capital próprio em relação ao grupo com países com menor risco de crédito, conforme Tabela 8.

No que diz respeito à variável de qualidade da informação contábil, a variável dos *accruals* discricionários pelo modelo de Dechow et. al (2012) em valor absoluto, os países com

maior risco possuem um maior gerenciamento de resultados, entretanto os dois grupos gerenciam para diminuir o lucro. Ao se tratar da assimetria de informação, ambos grupos possuem média similar, ressaltando que a cobertura de analistas varia de 0 a 56 no grupo de maior risco de crédito e de 0 a 58 no grupo de menor risco de crédito, evidenciando uma disparidade entre empresas na cobertura de analistas e que a média de cobertura dos analistas está mais próxima do mínimo do que o número máximo, sugerindo quer dizer que existe uma assimetria de informação considerável entre as empresas, conforme já constatado na divisão entre mercados desenvolvidos e emergentes.

Tabela 8 - Estatística descritiva por risco de crédito no período de 2010 a 2015

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Observações
Países com Maior Risco						
CCPI	0,268	0,384	0,001	0,186	6,721	2.728
ADDhks	-0,497	3,465	-36,787	0,000	9,053	2.728
Tamanho	23,348	2,014	16,807	23,290	30,467	2.728
<i>Market-to-Book</i>	3,054	13,931	0	0,8	367	2.728
Índice Preço Lucro	0,015	1,484	-56,358	0,048	15,544	2.728
CobAnalistas	8	10	0	4	56	2.728
Países com Menor Risco						
CCPI	0,212	0,265	0,001	0,162	13,769	23.772
ADDhks	-0,154	5,428	-215,417	0,003	451,167	23.772
Tamanho	21,668	2,937	10,741	21,593	31,497	23.772
<i>Market-to-Book</i>	2,058	15,757	0,000	0,866	1.459,663	23.772
Índice Preço Lucro	-0,011	0,797	-48,443	0,033	69,912	23.772
CobAnalistas	7	8	0	4	58	23.772

Nota: CCPI_{it}: custo de capital próprio implícito; ADDhks: são os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Dechow et al. (2012); Tamanho: variável tamanho mensurada pelo logaritmo do ativo total; *Market-to-Book*: índice *market-to-book*; Índice Preço Lucro: índice preço Lucro; CobAnalistas: número de analistas que a empresa possui.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

A Tabela 9, demonstra a média do custo de capital próprio de cada país ranqueado do maior para o menor custo, no intuito de identificar como são classificados os países por ordem decrescente de custo, quanto ao ambiente informacional de bloco econômico e risco de crédito. Destaca-se que o país de maior custo de capital próprio, a Rússia, é um país emergente, que apresenta um maior risco de crédito em relação aos outros países da amostra. Por outro lado, o país com o menor custo de capital próprio, África do Sul, é um país emergente, que, no período de 2010 a 2012, apresentava menor risco de crédito e no período de 2013-2015 apresentou maior risco de crédito. O Brasil apresenta o segundo maior custo de capital próprio, 0311, sendo classificado como um país emergente, com maior risco de crédito em relação aos outros países da amostra.

Tabela 9 – Resumo do Ranking do custo de capital próprio e caracterização da amostra por país 2010 a 2015

Países	Média CCP	Ranking	Bloco Econômico	Risco de Crédito
Rússia	0,628	1º	BRICS	Maior Risco
Brasil	0,311	2º	BRICS	Maior Risco
Itália	0,303	3º	G7	Maior/Menor Risco
Canadá	0,301	4º	G7	Menor Risco
Alemanha	0,262	5º	G7	Menor Risco
França	0,256	6º	G7	Menor Risco
Estados Unidos	0,255	7º	G7	Menor Risco
Japão	0,243	8º	G7	Menor Risco
Índia	0,226	9º	BRICS	Maior Risco
China	0,148	10º	BRICS	Menor Risco
Reino Unido	0,058	11º	G7	Menor Risco
África do Sul	0,020	12º	BRICS	Maior/Menor Risco

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Diante do exposto, pode-se verificar que o maior custo está em um país emergente e com maior risco de crédito, por outro lado, o menor custo ficou com um país emergente e de menor risco, sendo necessária análises adicionais econométricas. Neste sentido, segue-se, nas seções seguintes, as análises das hipóteses de pesquisa, segregadas por ambiente e pelo método estatístico. Na sequência, apresenta-se uma análise de sensibilidade para os resultados obtidos.

4.2 ANÁLISE DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NO AMBIENTE BLOCO ECONÔMICO

A Tabela 10 apresenta os resultados da relação do custo de capital próprio com a qualidade da informação contábil e com assimetria de informação, dividindo-se a análise em toda amostra e, em seguida, segregando em países desenvolvidos e emergentes. Os dados foram controlados pelo ciclo de vida da empresa, uma vez que este impacta no custo de capital próprio (como explicado na seção 3.2.4), nos modelos 2 e 4, e controlados por país no modelo 4 nos grupos do BRICS e G7.

Tabela 10 - Análise do custo do capital próprio, qualidade dos *accruals* e assimetria informacional do ambiente Bloco Econômico

$$\text{M1: } CCPI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M2: } CCPI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M3: } CCPI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M4: } CCPI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bloco Econômico						
	Toda Amostra		BRICS		G7	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
Intercept	0,1375 (36,1509)***	0,0136 (0,7656)	-0,0029 (-0,7455)	-0,0965 (-1,1685)	0,2388 (30,7835)***	0,2069 (3,9656)***
ADDhks	0,0011 (1,4850)	0,0011 (1,5585)	0,0006 (0,6309)	0,0005 (0,5437)	-0,0012 (-1,7537)	-0,0011 (-1,5746)
BCobAna	0,1256 (17,8004)***	0,1110 (16,4485)***	0,0699 (6,7572)***	0,0724 (6,4354)***	0,1739 (18,1449)***	0,1360 (9,2994)***
ADDhks*BCobAna	0,0024 (1,4118)	0,0022 (1,1956)	0,0003 (0,1828)	0,0005 (0,3089)	0,0046 (2,4540)**	0,0042 (2,0834)**
TAM	-	0,0053 (6,5599)***	-	0,0041 (1,1634)	-	0,0003 (0,1449)
MB	-	-0,0001 (-1,7819)*	-	-0,0009 (-3,3302)***	-	-0,0001 (-1,3147)
IPL	-	-0,0005 (-0,0142)	-	-0,0153 (-0,6332)	-	0,0126 (0,2553)
DE (G7)	0,0526 (11,3295)***	0,0570 (11,1821)***	-	-	-	-
País	-	-	Sim	Sim	Sim	Sim
CV	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Observações	26.500	26.500	7.595	7.595	18.905	18.905
R2 Ajustado	0,027	0,044	0,183	0,189	0,085	0,108
Estatística F	193,628***	135,952***	243,699***	148,058***	195,911***	164,479***

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Entre parênteses são apresentadas estatísticas *t*, robustas a heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

Rejeitou-se a hipótese de multicolineariedade, uma vez que todas as variáveis apresentaram estatística variance inflation fator (FIV) inferior a 10.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Quando analisada a relação entre o custo de capital próprio com a variável qualidade da informação contábil, utilizando a qualidade dos *accruals* como *proxy*, e com a assimetria de informação, utilizando cobertura de analistas como *proxy*, encontra-se que a variável qualidade da informação contábil não impacta o custo de capital próprio, por não apresentar significância estatística em nenhum dos modelos analisados, ratificando as pesquisas de Core, Gray e Verdi (2008) e McInnis (2010), os quais encontram que a qualidade da informação contábil não afetam o custo de capital próprio. Uma possível interpretação é que os agentes do mercado não consideram “qualidade de *accruals*” nas suas análises, para definir o retorno exigido, considerando aplicações de longo prazo.

Entretanto, a relação entre a assimetria (baixa cobertura de analista) e o custo de capital próprio apresenta coeficiente significativo e positivo a 1%, tanto quando analisado toda amostra (M2 $\beta_2 = 0,1110$), quanto quando analisado por bloco econômico, nos países do BRICS (M4 $\beta_2 = 0,0724$) e nos países do G7 (M4 $\beta_2 = 0,1360$), indicando que quanto menor o monitoramento por analistas externos, maior o custo de capital próprio do país corroborando os achados de (EASLEY; O'HARA, 2004; MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; OGNEVA, 2012; BHATTACHARYA *et al.*, 2012). Este resultado era esperado para os países emergentes e não esperado para países desenvolvidos, partindo da hipótese que existiria diferença de relação entre a assimetria e custo de capital próprio nos diferentes ambientes, não confirmando as sugestões propostas por SCHREDER (2018), este fato pode ser justificado, devido a utilização da quantidade de analistas ser utilizada como *proxy*, sendo de fácil percepção pelo investidor, transparecendo maior confiança no momento de investir em determinadas ações, uma vez que os agentes do mercado podem não se sentirem capazes de avaliar as informações contábeis e, portanto, tendem a confiar na avaliação dos analistas.

A variável de interação mostrou-se significativa positivamente a 5% (M4 $\beta_3 = 0,0042$) como esperado, apenas nos países que compõem o G7 (mercados desenvolvidos). Nesse caso, pode-se inferir que, nos países desenvolvidos analisados, um maior (menor) *accrual* discricionário conjuntamente com maior (menor) assimetria de informação por cobertura de analistas está relacionado a um aumento (diminuição) do custo de capital próprio. Em contrapartida, não se observa essa característica nos países emergentes analisados, indicando que não necessariamente precisa-se ocorrer o gerenciamento por meio dos *accruals* discricionários e a assimetria de informação simultaneamente para que o custo de capital próprio aumentasse ou diminuísse. Destaca-se que só foi possível encontrar este resultado, uma vez que se segregou a amostra em países desenvolvidos e emergentes, permitindo analisar o efeito do ambiente informacional, na relação entre as variáveis discutidas.

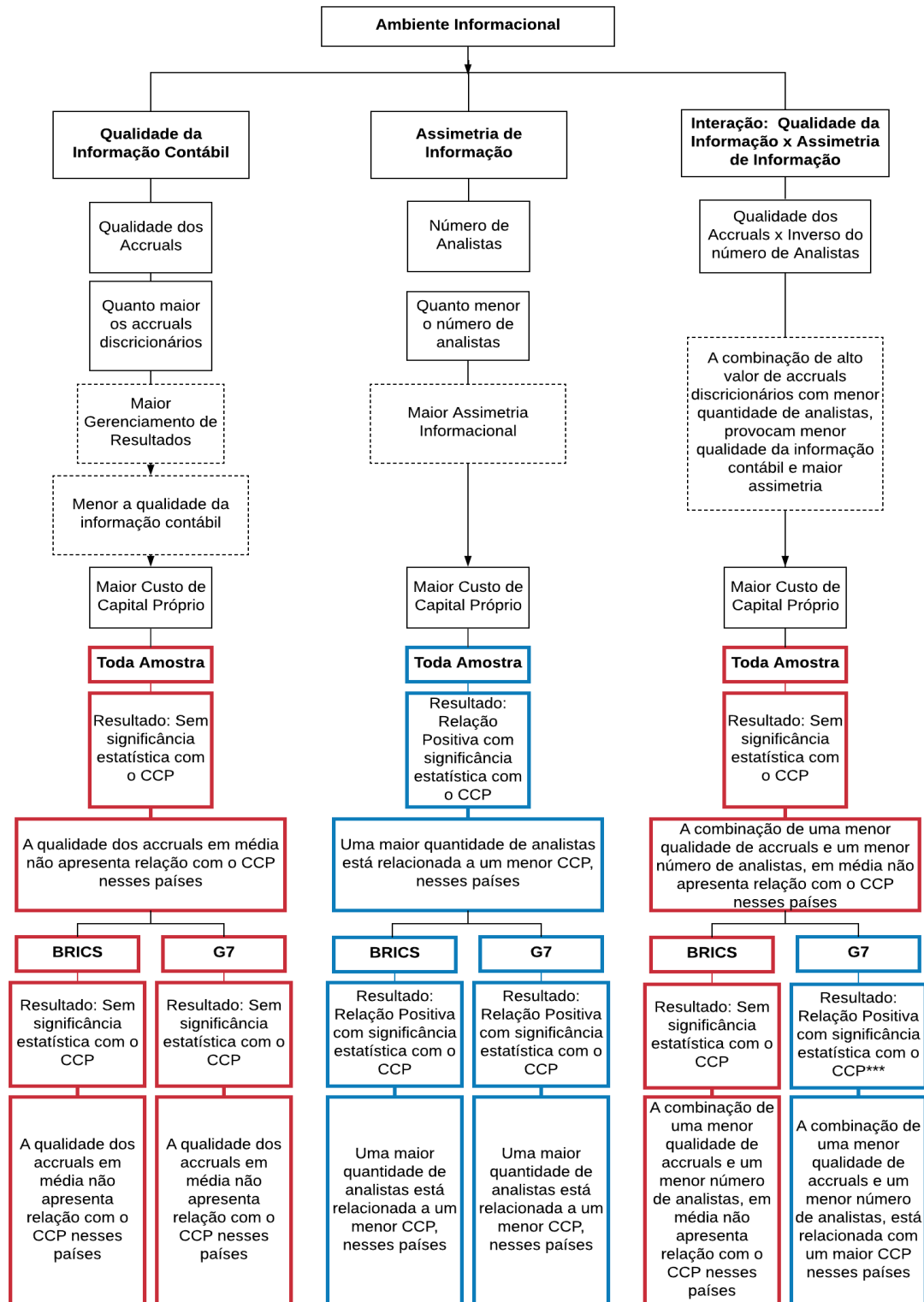
A variável que identifica o bloco econômico apresentou significância estatística a 1%, quando analisada toda amostra (M2 $\beta_8 = 0,0570$). Dessa forma, observa-se que existe diferença entre os blocos econômicos desenvolvidos e emergentes. Entretanto, os países do G7 (mercados desenvolvidos) apresentaram maior média do custo de capital próprio, sendo esse resultado devido aos valores médios do custo de capital próprio da China e Índia, os quais reduzem o custo de capital próprio médio do bloco econômico BRICS.

Os resultados também mostram que a relação entre o tamanho e o custo de capital próprio é significativa e positiva a 1% como esperado, apenas quando analisada toda amostra

(M2 $\beta_4 = 0,0053$), evidenciando que empresas maiores possuem um maior custo de capital, entretanto, quando se separa em blocos, o fator tamanho passa a não impactar o custo de capital próprio. Por outro lado, a relação do índice *market-to-book* com o custo de capital próprio foi significativa e negativa, quando analisada toda amostra (M2 $\beta_5 = -0,0001$) e nos países do BRICS (M4 $\beta_5 = -0,0009$), demonstrando que quanto maior o valor de mercado da empresa com relação ao valor contábil menor é o custo de capital próprio, entretanto não era a relação esperada para esta variável, podendo este resultado está atrelado ao fato que o *Market-to-book* indica valorização de mercado da empresa em relação ao seu valor contábil, reduzindo assim o custo de capital próprio dessas empresas (SILVA et al., 2018). O índice preço/lucro não apresentou significância estatística em nenhum modelo, sugerindo que essa variável não impacta o custo de capital próprio.

A Figura 2 evidencia o resumo dos resultados para o ambiente Bloco Econômico. Como demonstrado no fluxograma, ao analisar a variável da qualidade da informação contábil (qualidade dos *accruals*), sabe-se que quanto maior os *accruals* discricionários, maior o gerenciamento de resultados, resultando em menor qualidade da informação contábil e, portanto, maior custo de capital próprio.

Figura 2 - Resumo dos Resultados do Ambiente Bloco Econômico - Variável de Assimetria Número de Analistas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Quando analisada toda a amostra, controlando por ambiente informacional, a qualidade da informação contábil por meio dos *accruals* discricionários não apresentou relação significativa com o custo de capital próprio nesses países. Ao separar os países em desenvolvidos e emergentes, também não se observou relação. Nesse sentido, rejeita-se a primeira hipótese de pesquisa (H_1), de que a relação negativa entre a qualidade da informação e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, uma vez que, no ambiente estudado, não se observou significância estatística entre a qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio.

A respeito da assimetria de informação (assimetria por cobertura de analistas), quanto menor o número de analistas, maior a assimetria informacional e, conseqüentemente, maior o custo de capital próprio. Observa-se que a variável não obteve resultado como esperado, apresentando relação positiva e significativa com o custo de capital próprio independente do ambiente informacional analisado, rejeitando-se a segunda hipótese de pesquisa (H_2), uma vez que, analisando toda amostra e mesmo na divisão entre mercados desenvolvidos e emergentes, o comportamento da variável não se modifica conforme o ambiente. Nesse sentido, infere-se que a assimetria de informação tem relação com o aumento do custo de capital próprio, entretanto sua relação não está condicionada ao ambiente informacional.

Analisando o resultado da interação da qualidade da informação contábil com a assimetria de informação, buscando ver a relação conjuntamente dessas variáveis com o custo de capital próprio, esperava-se que uma menor qualidade da informação contábil e uma maior assimetria culminasse em um maior custo de capital próprio. Os resultados mostram que, quando analisada toda amostra, controlando apenas pelo bloco econômico, a variável de interação não possui relação significativa com o custo de capital próprio, entretanto, ao segregar em mercados desenvolvidos e emergentes, encontrou-se que não necessariamente uma menor qualidade da informação contábil e uma maior assimetria conjuntamente estão atreladas a um menor custo de capital próprio nos países emergentes. Por outro lado, em mercados desenvolvidos, conjuntamente uma maior qualidade da informação e uma menor assimetria possui relação com a diminuição do custo de capital próprio, não se rejeitando, assim, a terceira hipótese de pesquisa para mercados desenvolvidos (H_3). Portanto, quando analisado o bloco econômico, a relação positiva conjunta entre qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo do capital próprio, está condicionada ao ambiente informacional.

Nesse sentido, de acordo com os dados analisados, no confronto entre mercados desenvolvidos e emergentes, a redução da assimetria de informação influencia o custo de capital

próprio independente do ambiente. Por outro lado, a qualidade da informação contábil isoladamente não possui relação com o custo de capital próprio, sendo significativa conjuntamente com a assimetria de informação apenas nos países do G7 (mercados desenvolvidos). Portanto, nesse mercado, é interessante os esforços para diminuição do custo de capital próprio, aumentar a qualidade da informação contábil e reduzir a assimetria informacional conjuntamente. Justifica-se esses resultados de acordo com argumentos de Leventis e Weetman (2004), uma vez que as empresas nos mercados de capitais emergentes tendem a divulgar menos informações e a serem menos precisas, ao relatarem suas informações, do que as empresas nos mercados desenvolvidos.

4.3 ANÁLISE DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NO AMBIENTE RISCO DE CRÉDITO

A Tabela 11 apresenta os resultados da relação do custo de capital próprio com a qualidade da informação contábil por meio da dimensão qualidade dos *accruals* e com assimetria de informação, dividindo-se a análise com toda amostra, controlando pelo risco de crédito, e, em seguida, segregando em países com maior e menor risco de crédito, respectivamente. Os dados foram controlados pelo ciclo de vida da empresa, uma vez que este impacta no custo de capital próprio (como explicado na seção 3.2.4), nos modelos 2 e 4, e controlados por país no modelo 4 nos grupos do Países com maior e menor risco de crédito.

Tabela 11 - Análise do custo de capital próprio, qualidade dos *accruals* e assimetria informacional do Ambiente Risco de Crédito (continua...)

Risco de Crédito						
	Toda Amostra		Menor Risco		Maior Risco	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
Intercept	0,2233 (25,0071)***	0,1620 (7,9675)***	-0,0223 (-4,3493)***	0,0516 (1,1336)	-0,0464 (-4,4888)***	0,0388 (0,2173)
ADDhks	0,0021 (2,5761)**	0,0021 (2,6111)**	-0,0015 (-2,1394)**	-0,0015 (-1,9472)**	0,0025 (2,3771)**	0,0024 (2,2027)**
BCobAna	0,1207 (17,1151)***	0,1016 (15,3061)***	0,1284 (17,3946)***	0,0947 (9,4902)***	0,2094 (7,7215)***	0,1815 (5,5878)***
ADDhks*BCobAna	0,0013 (0,7272)	0,0009 (0,4963)	0,0056 (2,7168)**	0,0053 (2,3947)**	-0,0042 (-1,9497)*	-0,0032 (-1,5238)
TAM	-	0,0026 (3,1216)**	-	-0,0025 (-1,3480)	-	-0,0035 (-0,4733)

$$\mathbf{M1: CCPI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 RC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathbf{M2: CCPI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 RC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathbf{M3: CCPI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna)_{it} + \beta_4 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathbf{M4: CCPI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

(...conclusão)

	Toda Amostra		Menor Risco		Maior Risco	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
MB	-	-0,0002 (-1,7756)*	-	-0,0001 (-1,3746)	-	-0,0014 (-4,6028)***
IPL	-	-0,0007 (-0,0181)	-	0,0179 (0,3753)	-	-0,0285 (-1,0444)
Risco (Menor Risco)	0,0529 (-5,5767)***	0,0555 (-5,8915)***	-	-	-	-
País	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
CV (Efeito Fixo)	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Observações	26.500	26.500	23.772	23.772	2.728	2.728
R2 Ajustado	0,023	0,039	0,095	0,116	0,145	0,164
Estatística F	160,163***	121,739***	228,828***	195,374***	66,825***	45,669***

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Entre parênteses são apresentadas estatísticas *t*, robustas a heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

Rejeitou-se a hipótese de multicolineariedade, uma vez que todas as variáveis apresentaram estatística variance inflation factor (FIV) inferior a 10.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Quando analisada a relação entre o custo de capital próprio com a variável qualidade da informação contábil, utilizando a qualidade dos *accruals* como *proxy*, e com a assimetria de informação, utilizando cobertura de analistas como *proxy*, em toda amostra, controlando apenas pelo risco de crédito, encontra-se que a variável *accruals* discricionários possui relação positiva e significativa a 5% ($M2 \beta_1 = 0,0021$) com o custo de capital próprio, como esperado, indicando que quanto maior o nível de *accruals* discricionários possuem maior custo de capital próprio, ratificando os achados de pesquisas anteriores (FRANCIS *et al.*, 2005; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014; MAZZIONI; KLANN, 2016; DUTTA; NEZLOBIN, 2016).

Quando segregada a amostra em países com maior e menor risco de crédito, observa-se que, nos dados dos países com menor risco de crédito, os *accruals* discricionários apresentaram coeficiente significativo a 5% ($M2 \beta_1 = -0,0015$), possuindo relação negativa contrária ao que se espera, com o custo de capital próprio. Nesse caso, maiores *accruals* discricionários estão relacionados a menores custo de capital próprio. Ressalta-se que gerenciar resultados não indica fraude, mas pode-se realizar licitamente por motivos gerenciais por meio das escolhas contábeis, podendo a administração escolher qual tratamento a ser dado ao evento contábil por meio dos componentes discricionários dos *accruals* (DEGEORGE; PATE; ZECKHAUSER, 1999; SCOTT, 2003; CHEN; LIN; ZHOU, 2005).

Por outro lado, em países com maior risco de crédito, os *accruals* discricionários apresentaram coeficiente significativo positivo a 5% ($M2 \beta_1 = 0,0024$), possuindo relação positiva, entretanto esperava-se uma insignificância estatística neste ambiente, com o custo de capital próprio, uma vez que o fato de já se estar em um ambiente de maior risco configurava no aumento do custo do capital próprio, não sendo possível diminuir este custo, com o aumento da qualidade da informação contábil. Assim, maiores *accruals* discricionários estão relacionados a um maior custo de capital próprio, sugerindo que empresas que gerenciam resultados tendem a ter um custo de capital próprio maior, convergindo com os achados de pesquisas anteriores (FRANCIS *et al.*, 2005; BHATTACHARYA *et al.*, 2012; MOUSELLI; JAAFAR; HUSSANEY, 2012; ECKLES; HALEK; ZHANG, 2014; MAZZIONI; KLANN, 2016; DUTTA; NEZLOBIN, 2016). Apesar das relações entre a qualidade da informação e o custo de capital próprio serem contrárias ao que se esperava, diante dos resultados expostos, percebe-se que a relação da qualidade da informação contábil por meio de menores *accruals* discricionários está condicionada ao ambiente informacional, conforme sugere Schreder, (2018).

No que diz respeito à relação entre a assimetria por cobertura de analistas e o custo de capital próprio, observa-se uma relação significativa e positiva a 1% tanto quando analisado toda amostra ($M2 \beta_2 = 0,1016$), quanto nos países com menor ($M4 \beta_2 = 0,0947$) e maior risco ($M4 \beta_2 = 0,1815$), indicando que quanto menos monitorado por analistas externos, maior se torna o custo de capital próprio do país. Esse resultado foi o mesmo para toda amostra controlando por risco de crédito, bem como para países com menor e maior risco de crédito. Dessa forma, percebe-se que a relação entre a assimetria e o custo de capital próprio, de acordo com os dados utilizados nesta pesquisa, não está condicionada ao ambiente informacional.

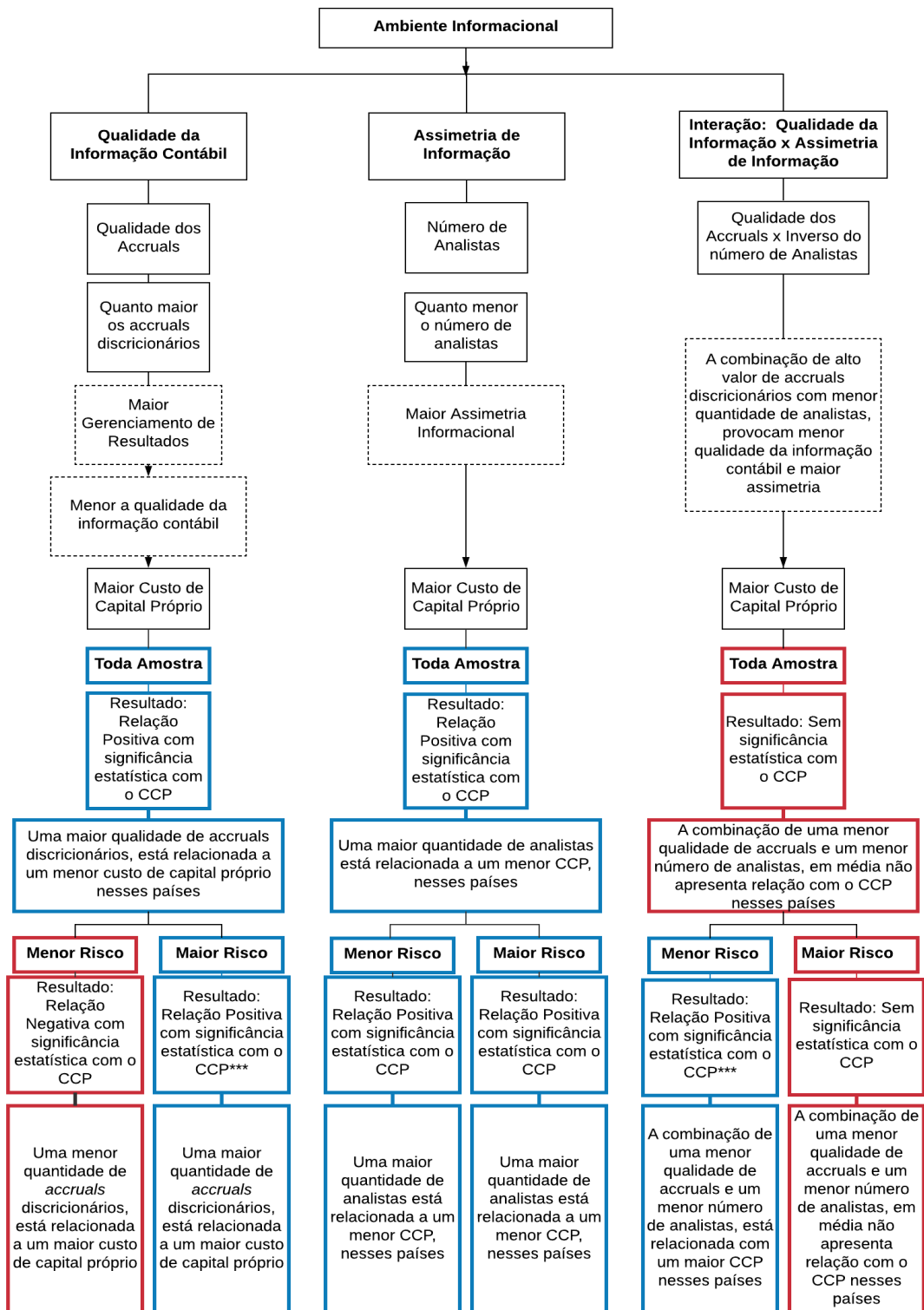
A variável de interação se mostrou significativa a 5% apenas nos países que compõem o grupo de menor risco ($M4 \beta_3 = 0,0053$), com relação positiva, como esperado. Nesse caso, pode-se inferir que, nos países analisados, quanto maiores (menor) os *accruals* discricionários conjuntamente com maior (menor) assimetria de informação por cobertura de analistas, maior (menor) do custo de capital próprio. Em contrapartida, não se observa essa característica nos países com maior risco analisados no modelo com as variáveis de controle, indicando que não necessariamente precisa-se ocorrer o gerenciamento por meio dos *accruals* discricionários e a assimetria de informação simultaneamente para que o custo de capital próprio aumentasse ou diminuísse. Ademais, também não é possível detectar essa informação quando analisada toda a amostra apenas controlando o risco de crédito, sendo necessário a segregação em países com

menor e maior risco de crédito, corroborando o fato de que ambientes decorrentes de informações imprecisas implicam que, em empresas que divulgam informações de maior qualidade e em maior distribuição, os investidores podem se beneficiar da redução do custo de capital próprio (SCHREDER, 2018).

A variável que identifica o risco de crédito apresentou significância estatística a 1% em todos os modelos. Dessa forma, infere-se que existe diferença entre os países com maior e menor risco de crédito. Os resultados também mostram que a relação entre o tamanho e o custo de capital próprio é positiva e significativa a 5% ($M4 \beta_4 = 0,0026$) apenas quando analisado toda a amostra, sugerindo que empresas maiores possuem um maior custo de capital. Por outro lado, a relação do índice *market-to-book* com o custo de capital próprio foi significativa a 10% e negativa em toda a amostra ($M4 \beta_5 = 0,0002$), e em países com maior risco de crédito foi significativa a 1% com relação negativa ($M4 \beta_5 = 0,0014$), evidenciando que quanto maior o valor de mercado da empresa com relação ao valor contábil, menor é o custo de capital próprio.

A Figura 3 evidencia o resumo dos resultados para o ambiente Risco de Crédito. Como se observa no fluxograma, ao analisar a variável da qualidade da informação contábil (qualidade dos *accruals*), esperava-se que quanto maior os *accruals* discricionários, maior o gerenciamento de resultados, resultando em menor qualidade da informação contábil e, portanto, maior custo de capital próprio. Quando analisada toda a amostra controlando por ambiente informacional, os *accruals* discricionários apresentam relação positiva com o custo de capital próprio nesses países. Ao separar em países com maior e menor risco de crédito, a relação foi positiva e significativa nos países com maior risco de crédito e negativa e significativa nos países com menor risco de crédito. Diante do exposto, não se rejeita a H_1 de pesquisa, de que a relação negativa entre a qualidade da informação e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, uma vez que, no ambiente estudado, a relação negativa entre a qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio está condicionada ao ambiente.

Figura 3 - Resumo dos resultados do Ambiente Risco de Crédito - Variável de Assimetria Número de Analistas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

A respeito da assimetria de informação (baixa cobertura de analistas), quanto menor o número de analistas, maior a assimetria informacional e, conseqüentemente, maior custo de capital próprio. Observa-se uma relação positiva entre assimetria e custo de capital próprio, em todos os ambientes informacionais, rejeitando-se a H_2 de pesquisa, de que a relação positiva entre assimetria e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, uma vez que, analisando toda amostra e mesmo na divisão entre mercados com maior e menor risco de crédito, o comportamento da variável não se modifica conforme o ambiente. Portanto, os resultados sugerem que a assimetria de informação por meio da cobertura dos analistas, tem relação com o aumento do custo de capital próprio independente do ambiente informacional analisado.

Analisando o resultado da interação da qualidade da informação contábil com a assimetria de informação, buscando ver a relação conjuntamente dessas variáveis com o custo de capital próprio, esperava-se que uma menor qualidade da informação contábil e uma maior assimetria culminassem em maior custo de capital próprio. Os resultados mostram que, quando analisada toda amostra, controlando apenas pelo risco de crédito, a variável de interação não possui relação com o custo de capital próprio. Entretanto, ao segregar em países com maior e menor risco, encontrou-se que não necessariamente uma menor qualidade da informação contábil e uma maior assimetria conjuntamente estão atreladas a um menor custo de capital próprio nos países com maior risco. Por outro lado, em países com menor risco de crédito, conjuntamente uma maior qualidade da informação e uma menor assimetria possui relação com a diminuição do custo de capital próprio, não se podendo rejeitar a H_3 de pesquisa, de que a existência de uma menor qualidade da informação contábil conjuntamente com uma maior assimetria de informação, proporciona o aumento do custo de capital próprio, uma vez que a relação está condicionada ao ambiente.

4.4 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Esta seção teve por objetivo analisar a sensibilidade dos resultados da relação entre a qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio, buscando ampliar o escopo dos resultados, no intuito de analisar se *proxies* alternativas para qualidade da informação contábil e assimetria de informação, bem como metodologias, modificam ou confirmam os resultados expostos anteriormente.

Para isso, utilizou-se uma *proxy* alternativa para qualidade da informação, por meio da estimação dos *accruals* discricionários pelo método de Pae (2005), conforme Equação 10, por também ser amplamente utilizada na literatura. Dessa forma, busca-se analisar se os resultados se alteram ao modificar a *proxy* de pesquisa, uma vez que esse modelo amplia o modelo de Jones Modificado (1998), incorporando variáveis que representem o fluxo de caixa operacional, bem como a reversão dos *accruals* anteriores (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

$$TA_{i,t} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1(\Delta R_{i,t}) + \beta_2(Imob_{i,t}) + \beta_3(FCO_{i,t}) + \beta_4(FCO_{i,t-1}) + \beta_5(TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

Em que;

$TA_{i,t}$ = Total dos *accruals* da empresa i no ano t ;

$A_{i,t-1}$ = Ativos totais da empresa i no final do período $t-1$;

$\Delta R_{i,t}$ = Variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ;

$Imob_{i,t}$ = Saldos das contas do Ativo Imobilizado da empresa i no final do período t ;

$FCO_{i,t}$ = Fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ;

$FCO_{i,t-1}$ = Fluxo de caixa operacional da empresa i no período $t-1$;

$TA_{i,t-1}$ = Total dos *accruals* da empresa i no ano $t-1$; e

$\varepsilon_{i,t}$ = o erro da regressão. Todas as variáveis são ponderadas pelos ativos totais no início do período.

Por esse modelo, pode-se considerar que as empresas com menor nível de gerenciamento de resultados são aquelas com o menor volume de erro de estimação da Equação 10 ou seja, quanto menor o erro de estimação, maior a qualidade da informação contábil.

Da mesma forma, utilizou-se uma *proxy* alternativa para assimetria informacional, por meio do erro de previsão do lucro pelos analistas das empresas, utilizando o modelo de Clarke e Shastri (2000), conforme Equação 11. No que diz respeito a essa métrica, a literatura aponta que as opiniões dos analistas tendem a convergir, quando a quantidade de informação

disponível sobre uma quantidade desconhecida aumenta. Espera-se que, quanto menor o erro de previsão, menor a assimetria e menor o custo de capital próprio. Entretanto, o ambiente poderá influenciar nessa relação (CLARKE; SHASTRI, 2000).

$$ERRprev_{i,t} = \frac{LP_{Areal_{i,t}} - LP_{Aprev_{i,t}}}{|LP_{Areal_{i,t}}|} \quad (11)$$

Em que:

$ERRprev_{i,t}$ = Erro de previsão do lucro pelos analistas da empresa i , no período t ;

$LP_{Areal_{i,t}}$ = Lucro por ação efetivo da empresa i , no período t ;

$LP_{Aprev_{i,t}}$ = Lucro por ação apurado a partir do consenso dos analistas (média), da empresa i , no período t ;

Adicionalmente, buscou-se ampliar a base metodológica desse tipo de análise, por meio da utilização do método de regressão quantílica, uma vez que permite examinar a importância relativa das variáveis explicativas em diferentes pontos da distribuição condicional da variável dependente, não sofrendo influências pela presença de *outliers*, nem de empresas que possuam alavancagem, quando comparadas às demais empresas analisadas. Segundo Li, Sun e Zou (2009), o método de regressão quantílica foi proposto pela primeira vez por Koenker e Bassett Júnior (1978), sendo utilizada com o intuito de se verificarem as diferenças na associação entre as variáveis estudadas nos *quantis* da distribuição. Essa técnica permite, ainda, apresentar as características de toda a distribuição condicional de uma variável dependente por meio de um conjunto de variáveis independentes.

4.4.1 Análise de Sensibilidade para variável Qualidade da Informação

A Tabela 12, apresenta os resultados da análise da relação entre qualidade da informação contábil, assimetria de informação e custo de capital próprio, utilizando como proxy alternativa para qualidade da informação contábil os *accruals* discricionários (ADPaefc) estimados pelo modelo de Pae (2005). Espera-se que, quanto maior os *accruals* discricionários, maior o gerenciamento de resultados e menor a qualidade da informação contábil.

Os achados mostram que, no ambiente bloco econômico, os *accruals* discricionários impactam apenas os países pertencentes ao grupo dos países desenvolvidos, possuindo relação

negativa e significativa com o custo de capital próprio (M4 $\beta_1 = -0,0013$). Dessa forma, quanto maior os *accruals* discricionários, menor o custo de capital em países desenvolvidos, apresentando resultados diferentes da análise com a *proxy* estimada via modelo de Dechow et al. (2012), a qual não encontrou significância estatística em nenhum grupo analisado.

No que diz respeito aos resultados da variável baixa cobertura de analista, não houve alteração nos resultados, com a substituição da *proxy* para qualidade da informação contábil. Com relação à variável de interação, a qual analisa conjuntamente a relação da qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio, apenas divergiram da análise principal os resultados quando analisados com toda a amostra, uma vez que apresentou significância estatística (M2 $\beta_3 = 0,0064$) com relação positiva. O coeficiente dos países do G7 foi significativo a um nível de 5%, possuindo relação positiva com a variável custo de capital próprio, convergindo com os achados da análise principal.

Tabela 12 - Análise do custo do capital próprio, gerenciamento de resultados e assimetria informacional do Ambiente Bloco Econômico (continua...)

Bloco Econômico						
	Toda Amostra		BRICS		G7	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
Intercept	0,1396 (37,0672)***	0,0110 (0,6427)	-0,0015 (-0,3822)	-0,0951 (-1,1497)***	0,2398 (30,9544)***	0,2056 (3,9537)***
ADPaefc	-0,0004 (-1,4405)	-0,0000 (-0,8636)	-0,0259 (-1,5370)	-0,0234 (-1,4626)	-0,0013 (-4,8435)***	-0,0012 (-3,6521)***
BCobAna	0,1215 (17,4797)***	0,1076 (16,0070)***	0,0660 (5,8939)***	0,0692 (5,8733)***	0,1705 (18,2073)***	0,0133 (9,0734)***
ADPaefc*BCobAna	0,0068 (3,0697)***	0,0064 (2,8371)***	0,0670 (0,8944)	0,0577 (0,8227)	0,0056 (2,7781)***	0,0051 (2,3954)**
TAM	-	0,0055 (7,0796)***	-	0,0041 (1,1587)	-	0,0004 (0,1856)
MB	-	-0,0001 (-1,8529)*	-	-0,0009 (-3,3491)***	-	-0,0001 (-1,2132)
IPL	-	-0,0003 (-0,0080)	-	-0,0152 (-0,6283)	-	0,0127 (0,2574)
DE (G7)	0,0473 (10,1827)***	0,0564 (11,1925)***	-	-	-	-
País	-	-	Sim	Sim	Sim	Sim
CV (Efeito Fixo)	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim

(... conclusão)

	Toda Amostra		BRICS		G7	
	M1	M2	M3	M1	M2	M3
Observações	26.500	26.500	7.595	7.595	18.905	18.905
R2 Ajustado	0,028	0,045	0,183	0,189	0,086	0,109
Estatística F	193,889***	139,009***	243,854***	148,108***	197,558***	165,375***

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Entre parênteses são apresentadas estatísticas *t*, robustas a heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

Rejeitou-se a hipótese de multicolineariedade, uma vez que todas as variáveis apresentaram estatística variance inflation factor (FIV) inferior a 10.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

A Tabela 13 apresenta os resultados quando analisado o ambiente Risco de Crédito, com a variável qualidade da informação contábil estimada pelo modelo de Pae (2005). Os resultados convergem com a análise principal, utilizando a estimação pelo modelo de Dechow et al. (2012), apenas para os países com menor risco, observando-se que, nos dados dos países com menor risco de crédito, os *accruals* discricionários apresentaram coeficiente significativo a 1% (M2 $\beta_1 = -0,0014$), possuindo relação negativa com o custo de capital próprio. Nesse caso, maiores *accruals* discricionários estão relacionados com menores custo de capital próprio, sugerindo que, por estas empresas estarem em um ambiente de menor risco, o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários pode ser visto como uma ferramenta de gestão, uma vez que o fato de gerenciar resultados não indica fraudes (DEGEORGE; PATE; ZECKHAUSER, 1999; SCOTT, 2003; CHEN; LIN; ZHOU, 2005).

Quanto aos resultados da variável baixa cobertura de analista, não foram observadas alterações nos resultados, com a substituição da *proxy* para qualidade da informação contábil no Ambiente Risco de Crédito. Com relação à variável de interação, que analisa conjuntamente a relação da qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio, apenas divergiram da análise principal os resultados dos dados em toda amostra, apresentando-se significantes a 1% com relação positiva (M2 $\beta_3 = 0,062$). Entretanto, quando se divide em países com menor e maior risco de crédito, os resultados são os mesmos dos da análise principal do Ambiente Risco de Crédito.

Tabela 13 - Análise do custo de capital próprio, gerenciamento de resultados e assimetria informacional do Ambiente Risco de Crédito

$$\text{M1: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADPaefc_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADPaefc * BCobAna)_{it} + \beta_4 RC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M2: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADPaefc_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADPaefc * BCobAna)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 RC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M3: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADPaefc_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADPaefc * BCobAna)_{it} + \beta_4 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M4: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADPaefc_{it} + \beta_2 BCobAna_{it} + \beta_3 (ADPaefc * BCobAna)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

Risco de Crédito						
	Toda Amostra		Menor Risco		Maior Risco	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
Intercept	0,2265 (25,4925)***	0,1588 (8,1608)***	-0,0213 (-4,2552)***	0,0480 (1,0618)	-0,0444 (-4,3689)***	0,0432 (0,2404)
ADPaefc	0,0001 (0,3449)	0,0002 (0,7669)	-0,0015 (-5,4815)***	-0,0014 (-4,2778)***	-0,0112 (-0,5792)	-0,0148 (-0,8982)
BCobAna	0,1159 (16,6808)***	0,0977 (14,7932)***	0,1254 (17,5369)***	0,0926 (9,2404)***	0,2025 (7,7262)***	0,1771 (5,6022)***
ADPaefc*BCobAna	0,0070 (3,0274)***	0,0062 (2,7102)***	0,0069 (3,2482)***	0,0063 (2,8686)***	0,0540 (0,4825)	0,0251 (0,2941)
TAM	-	0,0028 (3,6022)***	-	-0,0024 (-1,2655)	-	-0,0036 (-0,4857)
MB	-	-0,0002 (-1,8901)*	-	-0,0001 (-1,2506)	-	-0,0014 (-4,5880)***
IPL	-	-0,0004 (-0,0106)	-	0,0181 (0,3786)	-	-0,0286 (-1,0453)
Risco (Baixo Risco)	-0,0546 (-5,7627)	-0,0567 (-6,0240)***	-	-	-	-
País	-	-	Sim	Sim	Sim	Sim
CV (Efeito Fixo)	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Observações	26.500	26.500	23.772	23.772	2.728	2.728
R2 Ajustado	0,025	0,041	0,096	0,117	0,144	0,164
Estatística F	170,363***	125,819***	231,508***	196,967***	66,732***	45,612***

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Entre parênteses são apresentadas estatísticas *t*, robustas a heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

Rejeitou-se a hipótese de multicolineariedade, uma vez que todas as variáveis apresentaram estatística variance inflation factor (FIV) inferior a 10.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Ao se tratar das hipóteses de pesquisa, os resultados para Ambiente de Bloco Econômico foram as seguintes: (i) não se rejeita a primeira hipótese de pesquisa (H_1), de que a relação negativa entre a qualidade da informação e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, uma vez que a relação negativa entre a qualidade da informação contábil com o custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional; (ii) rejeita-se a segunda hipótese de pesquisa (H_2), de que a relação positiva entre assimetria e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, pois a *proxy* para assimetria

de informação permaneceu com o mesmo comportamento em relação ao custo de capital próprio, nos ambientes analisados; e (iii) não se rejeita a terceira hipótese de pesquisa (H_3) de que a existência de uma menor qualidade da informação contábil conjuntamente com uma maior assimetria de informação, proporciona o aumento do custo de capital próprio, já que a relação conjunta da qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional. Os resultados quanto à rejeição ou não das hipóteses para o Ambiente Risco de Crédito são os mesmo que os do Ambiente Bloco Econômico, não havendo, portanto, alterações nos resultados.

4.4.2 Análise de Sensibilidade para variável Assimetria de Informação

A Tabela 14 apresenta os resultados da análise da relação entre qualidade da informação contábil, assimetria de informação e custo de capital próprio, utilizando como *proxy* alternativa para assimetria de informação o erro de previsão dos lucros dos analistas (EPREV), sob a suposição de que quanto maior o erro de previsão, maior a assimetria informacional e maior custo de capital próprio.

Os achados revelam que, no ambiente bloco econômico, os *accruals* discricionários impactam o custo de capital próprio apenas quando analisada toda a amostra, possuindo relação positiva e significativa com o custo de capital próprio (M4 $\beta_1 = 0,0017$). Assim, quanto maior os *accruals* discricionários, maior o custo de capital próprio, quando se controla apenas pelo bloco econômico.

Os resultados da variável assimetria de informação, sofreram alterações, com a substituição da *proxy* para o erode previsão dos lucros pelos analistas. O coeficiente estimado foi significativo, quando analisada toda amostra (M2 $\beta_2 = 0,0000$) e nos países desenvolvidos (M4 $\beta_2 = 0,0000$), com relação positiva. Assim, a assimetria informacional, por meio dos erros de previsão do analista, afetam o custo de capital próprio apenas nos países desenvolvidos. Sendo assim, quanto maior o erro de previsão, maior a assimetria informacional e maior o custo de capital próprio. Com relação à variável de interação, que analisa conjuntamente a relação da qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio, não se observou significância estatística. O coeficiente dos países do G7 foi significativo a um nível de 5%, possuindo relação positiva com a variável custo de capital próprio, convergindo com os achados da análise principal.

Tabela 14 - Análise do custo de capital próprio, qualidade dos *accruals* e erro de previsão do Ambiente Bloco Econômico
$$\text{M1: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev)_{it} + \beta_4 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M2: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M3: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev)_{it} + \beta_4 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M4: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev)_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bloco Econômico						
	Toda Amostra		BRICS		G7	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
Intercept	0,1826 (50,1155)***	0,0829 (4,6107)***	0,0047 (15,5248)***	0,0545 (0,7370)	0,2997 (35,8800)***	0,4551 (11,8784)***
ADDhks	0,0017 (2,3616)**	0,0017 (2,2684)**	0,0009 (1,3013)	0,0010 (1,3243)	0,0009 (1,3385)	0,0006 (1,0394)
EPrev	0,0000 (4,5623)***	0,0000 (3,3993)***	0,0002 (1,3647)	0,0002 (1,3201)	0,0000 (3,5654)***	0,0000 (5,9910)***
ADDhks*EPrev	-0,0000 (-0,8090)	-0,0000 (-0,8737)	0,0000 (0,0329)	0,0001 (0,3889)	0,0000 (0,1604)	-0,0000 (-0,3383)
TAM	-	0,0038 (4,6700)***	-	-0,0014 (-0,4556)	-	-0,0100 (-5,2973)***
MB	-	-0,0002 (-2,2275)**	-	-0,0008 (-2,7966)***	-	-0,0001 (-1,5831)
IPL	-	-0,0018 (-0,0487)	-	-0,0161 (-0,6644)	-	0,0119 (0,2381)
DE (G7)	0,0467 (10,0183)***	0,0495 (9,8558)***	-	-	-	-
País	-	-	Sim	Sim	Sim	Sim
CV (Efeito Fixo)	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Observações	26.500	26.500	7.595	7.595	18.905	18.905
R2 Ajustado	0,007	0,029	0,174	0,180	0,054	0,095
Estatística F	43,684***	88,693***	229,687***	140,290***	121,115***	153,421***

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Entre parênteses são apresentadas estatísticas *t*, robustas a heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

Rejeitou-se a hipótese de multicolineariedade, uma vez que todas as variáveis apresentaram estatística variance inflation factor (FIV) inferior a 10.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Conforme Tabela 15, os resultados no ambiente Risco de Crédito mostraram-se semelhantes aos resultados do Ambiente Bloco Econômico, uma vez que a variável qualidade da informação contábil apresenta-se significativa a 5% apenas quando analisada toda a amostra (M2 $\beta_1=0,0021$), a variável erro de previsão do lucro dos analistas apenas quando analisada toda a amostra (M2 $\beta_2=0,0000$) e no ambiente de menor risco de crédito (M4 $\beta_2=0,0000$), e, por fim, a variável de interação da qualidade da informação contábil e assimetria de informação não apresentou significância estatística em nenhuma amostra analisada.

Tabela 15 - Análise do custo de capital próprio, qualidade dos *accruals* e assimetria informacional do Ambiente Risco de Crédito
$$\text{M1: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev)_{it} + \beta_4 RC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M2: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 RC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M3: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev + \beta_3 (ADDhks * EPrev)_{it} + \beta_4 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{M4: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 EPrev_{it} + \beta_3 (ADDhks * EPrev) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DPais_{it} + \varepsilon_{it}$$

Risco de Crédito						
	Toda Amostra		Menor Risco		Maior Risco	
	M1	M2	M3	M4	M3	M4
Intercept	0,2665 (28,1092)***	0,2252 (10,6572)***	0,0219 (15,270)***	0,2503 (6,8300)***	0,0186 (7,3588)***	0,4698 (3,4129)***
ADDhks	0,0023 (2,7249)***	0,0021 (2,5722)**	0,0009 (1,3309)	0,0007 (1,0550)	0,0012 (1,4482)	0,0013 (1,5598)
EPrev	0,0000 (3,9239)***	0,0000 (3,0831)***	0,0000 (3,5900)***	0,0000 (4,2449)***	0,0025 (2,2695)	0,0016 (1,3719)
ADDhks*EPrev	-0,0000 (-1,2891)	-0,0000 (-1,3561)	0,0000 (0,1839)	-0,0000 (-0,1886)	-0,0012 (-0,5618)	-0,0007 (-0,3618)
TAM	-	0,0013 (1,5615)	-	-0,0099 (-6,0702)***	-	-0,0199 (-3,3107)***
MB	-	-0,0002 (-2,1467)**	-	-0,0001 (-1,5188)	-	-0,0010 (-2,1781)**
IPL	-	-0,0018 (-0,0470)	-	0,0172 (0,3575)	-	-0,0308 (-1,1003)
Risco (Baixo Risco)	-0,0571 (-5,8896)***	-0,0620 (-6,4509)***	-	-	-	-
País	-	-	Sim	Sim	Sim	Sim
CV (Efeito Fixo)	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Observações	26.500	26.500	23.772	23.772	2.728	2.728
R2 Ajustado	0.005	0,027	0.073	0.106	0.112	0.145
Estatística F	36.286***	83.444***	171.193***	177.509***	50.352***	39.585***

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White;

Rejeitou-se a hipótese de multicolineariedade, uma vez que todas as variáveis apresentaram estatística variance inflation fator (FIV) inferior a 10.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Ao se tratar das hipóteses de pesquisa, os resultados para Ambiente de Bloco Econômico foram as seguintes: (i) rejeita-se a primeira hipótese de pesquisa (H_1), de que a relação negativa entre a qualidade da informação e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, uma vez que a relação negativa entre a qualidade da informação contábil com o custo de capital próprio não está condicionada ao ambiente informacional; (ii) não se rejeita a segunda hipótese de pesquisa (H_2), de que a relação positiva entre assimetria e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional, pois a relação da variável erro de previsão do lucro pelos analistas como *proxy* para assimetria de informação com o custo de

capital próprio está condicionada ao ambiente informacional; e (iii) rejeita-se a terceira hipótese de pesquisa (H_3), de que a existência de uma menor qualidade da informação contábil conjuntamente com uma maior assimetria de informação, proporciona o aumento do custo de capital próprio, já que a relação conjunta da qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio não apresentou significância estatística. Os resultados quanto à rejeição ou não das hipóteses para o Ambiente Risco de Crédito são os mesmos que os do Ambiente Bloco Econômico, não havendo alterações significativas.

4.4.3 Análise de Sensibilidade - Regressão Quantílica

Buscando análises adicionais, utilizou-se a regressão quantílica, com o intuito de se verificarem as diferenças na associação entre as variáveis qualidade da informação e assimetria de informação com o custo de capital próprio no *quantis* da distribuição. Na Tabela 16, é possível analisar o comportamento do custo de capital próprio nos *quantis* 25, 50 e 75, no ambiente Bloco Econômico. Os resultados do modelo 2 (Tabela 16) mostram que os *accruals* discricionários afetam o custo de capital em empresas que possuem menores e médios valores de custo de capital próprio (M2 *quantil* 25 $\beta_1=0,002$ e *quantil* 50 $\beta_1=0,001$), possuindo significância estatística e relação positiva, demonstrando que em empresas com menores e médios valores de custo de capital próprio, quanto maior (menor) os *accruals* discricionários, (maior), menor custo de capital próprio, sugerindo que a melhora na qualidade da informação contábil não afeta empresas com alto custo de capital.

No que diz respeito à variável de assimetria, os resultados mostram que as empresas que possuem maior cobertura de analista está relacionada com menor custo de capital próprio, podendo inferir que a presença de alta ou baixa assimetria impacta o custo de capital próprio em um ambiente informacional, independente do *quantil* analisado, (M2 *quantil* 25 $\beta_2=0,034$; *quantil* 50 $\beta_2=0,061$ e *quantil* 75 $\beta_2=0,122$). No que diz respeito à variável de interação, quando se analisa o efeito conjunto da qualidade da informação contábil e da assimetria de informação, observa-se significância estatística apenas no *quantil* 50 ($\beta_3=0,003$). Assim, infere-se que uma maior qualidade da informação contábil conjuntamente a uma menor assimetria impacta empresas que possuam médios custos de capital próprio.

Tabela 16 - Análise do custo de capital próprio por Regressão Quantílica – qualidade dos *accruals* Bloco Econômico
$$M2: CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 INA_{it} + \beta_3 (ADDhks * BCobAna) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Descrição	Q.25	Q.50	Q.75
Intercept	-0.162*** (-21.203)	-0.033*** (-4.127)	0.074*** (6.054)
ADDhks	0.002*** (10.562)	0.001*** (3.020)	0.0001 (0.233)
BCobAna	0.034*** (11.334)	0.061*** (17.282)	0.122*** (20.433)
ADDhks*BCobAna	-0.001 (-0.326)	0.003** (3.042)	0.002 (1.183)
TAM	0.011*** (33.674)	0.007*** (20.838)	0.005*** (9.500)
MB	-0.0003*** (-4.211)	-0.0004*** (-6.856)	-0.0001 (-1.285)
IPL	-0.064*** (-13.498)	-0.117*** (-11.635)	-0.143*** (-37.808)
DE	0.016*** (10.080)	0.038*** (22.121)	0.060*** (21.632)
CV (Efeito Fixo)	Sim	Sim	Sim
Observações	26.500	26.500	26.500

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Analisando as variáveis de controle, os resultados mostram que o tamanho da empresa possui relação estatisticamente significativa com o custo de capital próprio em todos os *quantis* (M2 *quantil 25* $\beta_4=0,011$; *quantil 50* $\beta_4=0,007$ e *quantil 75* $\beta_4=0,005$), inferindo-se que, quanto maior a empresa, maior será o custo de capital próprio. Com relação ao índice *market-to-book*, só apresentam significância estatística negativa nos *quantis 25* $\beta_5= -0,011$ e *50* $\beta_5= -0,011$, sugerindo que, quanto maior o valor de mercado em relação ao valor contábil, menor o custo de capital próprio apenas nos menos e médios custo de capital próprio. O índice Preço/Lucro se apresentou significativo com sinal negativo em todos os *quantis* (M2 *quantil 25* $\beta_6= -0,064$; *quantil 50* $\beta_6= -0,117$ e *quantil 75* $\beta_6= -0,143$), indicando que, quanto maior (menor) o índice preço/lucro, menor (maior) custo de capital próprio e, portanto, quanto maior a razão preço/lucro, maior a proporção de capital próprio atribuível aos lucros gerados a partir de ativos (CLARKE; SHASTRI, 2000).

Na Tabela 17, é possível analisar o comportamento do custo de capital próprio nos *quantis 25, 50 e 75*, no ambiente Risco de Crédito. Os resultados do modelo 2 (Tabela 17), mostram que os *accruals* discricionários afetam o custo de capital em todos os *quantis* da amostra (M2 *quantil 25* $\beta_1=0,003$; *quantil 50* $\beta_1=0,002$ e *quantil 75* $\beta_1=0,002$), possuindo significância estatística e relação positiva, demonstrando que, em um ambiente controlado pelo

risco de crédito, maiores *accruals* discricionários possuem relação com maiores custo de capital próprio. Assim, a qualidade da informação se torna necessária para a redução do custo.

No que diz respeito à variável de assimetria, os resultados evidenciam que as empresas que possuem maior cobertura de analista está relacionada com menor custo de capital próprio, podendo inferir que a presença de alta ou baixa assimetria impacta o custo de capital próprio em um ambiente informacional, independente do *quantil* analisado, (M2 *quantil* 25 $\beta_2=0,033$; *quantil* 50 $\beta_2=0,057$ e *quantil* 75 $\beta_2=0,117$). No que diz respeito à variável de interação, quando se analisa o efeito conjunto da qualidade da informação contábil e da assimetria de informação, essa variável não possui significância estatística. Assim, infere-se que a qualidade da informação contábil conjuntamente a assimetria informacional não impacta o custo de capital próprio das empresas em um ambiente controlando o risco de crédito. Analisando as variáveis de controle, observam-se resultados semelhantes aos resultados do ambiente bloco econômico.

Tabela 17 - Análise do custo de capital próprio por Regressão Quantílica – Ambiente Risco de Crédito

$$\mathbf{M2: } CIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ADDhks_{it} + \beta_2 INA_{it} + \beta_3 (ADDhks * INA) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 IPL_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Descrição	Q.25	Q.50	Q.75
Intercept	-0,131*** (-16,781)	0,025*** (2,791)	0,180*** (13,896)
ADDhks	0,003*** (8,200)	0,002*** (6,243)	0,002*** (2,955)
BCobAna	0,033*** (11,022)	0,057*** (14,876)	0,117*** (19,924)
ADDhks*INA	-0,001 (-0,876)	0,002 (0,866)	0,0001 (0,020)
TAM	0,010*** (34,849)	0,006*** (16,709)	0,004*** (7,095)
MB	-0,0004*** (-20,410)	-0,0005*** (-92,810)	-0,0001 (-1,005)
PL	-0,065*** (-22,152)	-0,117*** (-15,055)	-0,142*** (-54,892)
Risco (Baixo Risco)	-0,012*** (-3,843)	-0,020*** (-6,333)	-0,044*** (-9,335)
CV (Efeito Fixo)	Sim	Sim	Sim
Observações	26.500	26.500	26.500

Nota: * Significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2018).

Diante do exposto, destaca-se que, quando se utiliza a regressão quantílica em substituição da OLS, observam-se achados adicionais com relação aos achados principais, no que diz respeito ao ambiente bloco econômico, uma vez que a qualidade da informação contábil

impactou apenas empresas de pequeno e médio custo de capital próprio, sugerindo que os esforços dessas empresas para melhorar a qualidade da informação contábil e diminuir a assimetria informacional provocam redução no custo de capital próprio. Por outro lado, no ambiente informacional do bloco econômico, infere-se que empresas com alto custo de capital, não sofrem impacto pela melhoria da qualidade da informação contábil.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese de doutorado, apoiada pelas teorias da Ineficiência do Mercado, Teoria da Agência e Escolhas Contábeis, analisou a relação existente entre o risco informacional, representado pela qualidade da informação contábil e assimetria de informação, e o custo de capital próprio de empresas de capital aberto, conforme a incerteza do ambiente informacional.

A tese partiu da premissa que o mercado é ineficiente, portanto nem todas as informações estão disponíveis para os investidores. Sendo assim, a empresa necessita se mostrar transparente para que as informações fornecidas possam diminuir a percepção do risco para os investidores de capital. Nesse contexto, a ação da empresa na redução do custo de capital próprio pode atuar, no sentido de optar por informações de alta qualidade e na redução da assimetria, diminuindo a ação oportunista do gestor. Entretanto, o ambiente informacional possui particularidades quanto às incertezas informacionais, que não podem ser modificadas pelo gestor, como a economia na qual a organização está inserida, mercados emergentes ou desenvolvidos, e o risco de crédito que a empresa apresenta de forma sistêmica, maior ou menor risco de crédito.

Diante dessa discussão, construiu-se a seguinte argumentação de tese: o custo de capital próprio é influenciado pela a assimetria informacional e/ou pela a qualidade da informação contábil, conforme a incerteza do ambiente no qual as empresas estão inseridas. Para avaliar a tese proposta, foram testadas três hipótese de pesquisa: (a) H_1 : A relação negativa entre a qualidade da informação e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional; (b) H_2 : A relação positiva entre assimetria e custo de capital próprio está condicionada ao ambiente informacional; (c) H_3 : A existência de uma menor qualidade da informação contábil conjuntamente com uma maior assimetria de informação, proporciona o aumento do custo de capital próprio.

A análise exploratória dos dados, por meio de uma matriz de correlação, analisou a força e a direção da associação entre as variáveis pesquisadas, destacando-se que todas as variáveis apresentaram significância estatística com o custo implícito de capital. Por meio dessa, pode-se observar que os *accruals* discricionários possui associação positiva com o custo implícito de capital, sugerindo que quanto maior o volume de *accruals* discricionário, menor a qualidade da informação contábil e maior o custo implícito de capital. As variáveis número de cobertura dos analistas e de controle apresentaram relação negativa com o custo implícito de capital. No que diz respeito à assimetria de informação, verificou-se que quanto maior a quantidade de analistas, menor a assimetria de informação, portanto menor custo de capital próprio.

A análise feita no ambiente bloco econômico, separado por mercados desenvolvidos e emergentes, constatou que, quando analisada toda a amostra controlando por ambiente informacional e ao separar os países em desenvolvidos e emergentes, a qualidade da informação contábil por meio dos *accruals* discricionários não apresentou relação com o custo de capital próprio nesses países, sugerindo que as características do ambiente informacional Bloco Econômico exercem influências na relação entre a qualidade da informação e o custo de capital próprio, estes resultados proporcionam, achados adicionais na literatura, uma vez que adiciona-se a influência das características do ambiente informacional na análise da relação entre a qualidade da informação contábil e o custo do capital próprio.

Para o Ambiente Risco de Crédito, separado por países com maior e menor risco de crédito, quando analisada toda a amostra controlando por ambiente informacional, os *accruals* discricionários apresentam relação positiva com o custo de capital próprio nesses países, ao separar em países com maior e menor risco de crédito, a relação é positiva nos países com maior risco de crédito e negativa nos países com menor risco de crédito. Nesse caso, o fato de a empresa estar em um ambiente com maior ou menor risco de crédito afeta a qualidade da informação contábil, condicionando a relação da qualidade da informação com o custo de capital próprio, este achado contribui para a literatura acerca da relação da qualidade da informação com o custo de capital próprio, adicionando o impacto do ambiente informacional nesta relação, o qual ainda não foi discutido na literatura exposta.

Os testes da segunda hipótese de pesquisa constataram que, em ambos ambientes informacionais, a relação da assimetria de informação não sofreu modificação, demonstrando que quanto maior a assimetria informacional, maior o custo de capital próprio. Uma possível explicação para esse achado pode estar relacionada ao fato de que é mais fácil a compreensão para o mercado da visualização da assimetria informacional por meio dos analistas, do que a variável de qualidade da informação (*accruals* discricionários), uma vez que sendo os analistas supostamente especializados, é possível que o investidor acredite que quanto maior a quantidade de analista, menos a possibilidade, por exemplo, de o gestor gerenciar resultados. Portanto, sugere-se que a relação entre a assimetria de informação com o custo de capital próprio não está condicionada ao ambiente.

Os resultados da terceira hipótese de pesquisa mostram achados adicionais à teoria, uma vez que buscou-se analisar a relação conjuntamente da qualidade da informação contábil e assimetria de informação com o custo de capital próprio. Constatou-se que, quando analisado o ambiente do bloco econômico, em toda amostra, controlando apenas pelo bloco econômico, a variável de interação não possui relação com o custo de capital próprio. Entretanto, ao

segregar em mercados desenvolvidos e emergentes, encontrou-se que, em mercados emergentes, não necessariamente uma menor qualidade da informação contábil e uma maior assimetria conjuntamente estão atreladas a um menor custo de capital próprio, sugerindo-se que o fato da empresa está inserida nesse mercado sinaliza um maior risco de informação, portanto os esforços em disponibilizar melhores e maiores quantidades de informação conjuntamente não reduz o custo de capital próprio.

No entanto, em mercados desenvolvidos, conjuntamente, uma maior qualidade da informação e uma menor assimetria possui relação com a diminuição do custo de capital próprio, esses resultados ampliam a discussão do impacto das variáveis de risco informacional com o custo de capital próprio, mostrando que a análise conjunta da qualidade da informação e assimetria informacional é importante ao se analisar o custo do capital próprio, fato este não estudado anteriormente, neste sentido esta tese contribui para ampliação dessa discussão.

No Ambiente do Risco de Crédito, toda amostra, controlando apenas pelo risco de crédito, a variável de interação não possui relação com o custo de capital próprio. Entretanto, ao segregar em países com maior e menor risco, encontrou-se que uma menor qualidade da informação e uma maior assimetria informacional, conjuntamente, afetam apenas o custo de capital em países com menores risco de crédito, sugerindo, que, nesse ambiente, essa interação está relacionada a um menor custo de capital próprio. Esse resultado sugere que o fato de os países se encontrarem em um ambiente já denominado com maior risco os esforços de se divulgar melhores e maiores quantidades de informações não reduzem o custo de capital próprio.

Na análise de sensibilidade, utilizando também a técnica de dados em painel por meio de *pooled*, de forma robusta à heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos, quando utilizado os *accruals* discricionários pelo modelo de Pae (2005), encontrou-se resultados semelhantes para o Ambiente de Bloco Econômico o Ambiente Risco de Crédito, de forma geral. Entretanto, os resultados divergiram entre ambientes de mercados desenvolvidos e emergentes e em países com maiores e menores risco de crédito. Ademais, destaca-se que os resultados foram muito próximos aos resultados encontrados quando se utilizou a variável *accruals* discricionários pelo modelo de Dechow et al. (2015) como *proxy* para qualidade da informação contábil, demonstrando a consistência dos resultados encontrados.

Ainda na análise de sensibilidade, quando utilizado o erro de previsão do lucro pelos analistas, encontrou-se resultados também semelhantes para o Ambiente de Bloco Econômico o Ambiente Risco de Crédito, de forma geral. Entretanto, os resultados divergiram entre ambientes de mercados desenvolvidos e emergentes e países com maiores e menores risco de

crédito. Os achados para essa análise divergiram dos resultados da análise principal, sugerindo que, quando utilizado o erro de previsão dos lucros pelos analistas como *proxy* para assimetria, a qualidade da informação contábil perde a força de impacto no custo de capital próprio e a percepção do erro de previsão do analista está condicionada ao ambiente.

Em busca de achados adicionais, estimou-se, para toda amostra, a regressão quantílica em substituição da OLS. Nos ambientes do Bloco Econômico e no Risco de Crédito, os resultados evidenciaram que a qualidade da informação contábil impactou apenas nas empresas de pequeno e médio custo de capital próprio no ambiente Bloco Econômico, sugerindo que os esforços dessas empresas para melhorar a qualidade da informação contábil provocam redução no custo de capital próprio. Por outro lado, o fato de a empresa apresentar um alto custo de capital próprio, os esforços para melhoria da qualidade da informação contábil e da diminuição da assimetria informacional não influenciam o custo de capital próprio dessas empresas. No que diz respeito ao Ambiente Risco de Crédito, não foram observadas diferenças entre os *quantis*.

Portanto, diante das evidências obtidas pelo estudo, pode-se confirmar a tese proposta de que o custo de capital próprio é influenciado pela qualidade da informação contábil conforme a incerteza do ambiente no qual as empresas estão inseridas. Entretanto, não se pode confirmar que o custo de capital próprio é influenciado pela assimetria de informação conforme a incerteza do ambiente na qual as empresas estão inseridas.

Ressalta-se que os resultados aqui encontrados não devem ser generalizados para todos os países, limitando-se aos países e as empresas aqui analisados. Portanto, é relevante, para futuras pesquisas, analisar outros ambientes informacionais compostos por outros países, bem como dar continuidade aos estudos, ampliando os resultados aqui obtidos, utilizando outras *proxies* para mensurar a qualidade da informação contábil, a assimetria de informação e o custo de capital próprio, bem como utilizar o risco de crédito por empresa e não por país, como foi abordado aqui nesta tese. Acrescenta-se que não foi objetivo do trabalho analisar os padrões contábeis internacionais dos países, alertando que alguns países da amostra não aderiram as normas contábeis internacionais, entretanto, em nada prejudicam os resultados expostos.

REFERÊNCIAS

- ABAD, D.; RUBIA, A. Modelos de estimación de la probabilidad de negociación informada: una comparación metodológica en el mercado Español. **Revista de Economía Financeira**, n.7, p. 1-37, 2005.
- AFONSO, A.; FURCERI, D.; GOMES, P. Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data. **Journal of International Money and Finance**, v. 31, n.3, p. 606-638, 2012.
- AKERLOF, G. A. The Market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal Economics**, v. 84, n.3, p. 488-500, 1970.
- AKMAN, N. H. The Effect of IFRS Adoption on Financial Disclosure : Does Culture Still Play A Role? **American International Journal of Contemporary Research**, v. 1, n. 1, p. 6–17, 2011.
- AKTAS, N.; BODT, E.; DECLERCK, F.; OPPENS, H. V. The PIN anomaly around M&A announcements. **Journal of Financial Markets**, v. 10, p. 169-191, 2007.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R.; CORRAR, L. J. Fatores Institucionais e Assimetria Informacional: Influência na Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 2, art. 118, p. 76-105, 2012.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. The effects of beta, bid-ask spread, residual risk, and size on stock returns. **The Journal of Finance**, v.44, n.2, p. 479-486, 1989.
- ANAGNOSTOPOULOU, S. C.; TSEKREKOS, A. E. Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 34, p. 188–207, 2015.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, v. 43, n.1, p. 72-83, 2008.
- BELO, N. M.; BRASIL, H. G. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **Revista de Administração de Empresas**, v.46, p. 48-57, 2006.
- BEYER, A.; COHEN, D. A.; LYS, T. Z.; WALTHER, B. R. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 296–343, 2010.
- BHATTACHARYA, N.; ECKER, F.; OLSSON, P. M.; SCHIPPER, K. Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. **Accounting Review**, v. 87, n. 2, p. 449–482, 2012.
- BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE, Marlene A. Are information attributes priced? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 40, n. 9-10, p. 1045-1067, 2013.

- BRENNAN, M. J.; BRENNAN, M. J.; POPE, A. Corporate Finance Over the Past 25 Years. **Financial Management**, v. 24, n. 2, p. 9–22, 1995.
- BURGSTAHLER, D. C.; HAIL, L.; LEUZ, C. The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**, v. 81, n. 5, p. 983-1016, 2006.
- CHEN, K. Y.; LIN, K.; ZHOU, J. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 1, p.86-104, 2005.
- CHOI, F. D. S.; MEEK, G. K. **International accounting**. 5th. ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2005.
- CHRISTENSEN, P. O.; ROSA, L. E.; FELTHAM, G. A. Information and the Cost of Capital: An Ex Ante Perspective. **The Accounting Review**, v. 85, N. 3, p. 817-848, 2010.
- CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM J. B. Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. **Journal of Business Research**, v.58, p. 766-776, 2005.
- CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metrics. **Social Science Research Network Electronic Paper**, v. 1708, p. 60, 2000.
- COPELAND, T. E.; GALAI, D. Information Effects on the Bid-Ask Spread. **The Journal of Finance**, v. 38, n. 5, p. 1457-1469, 1983.
- CORE, J. E.; GUAY, W. R.; VERDI, R. Is accruals quality a priced risk factor? **Journal of Accounting and Economics**, v. 46, n. 1, p. 2–22, 2008.
- DECHOW, P.; DICHEV, I. D. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2002, p. 35–59, 2002.
- DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2–3, p. 344–401, 2010.
- DECHOW, P.; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275–334, 2012.
- DECHOW, P.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings Management to Exceed Thresholds. **Journal of Business**, v.72, n.1, p. 1-33, 1999.
- DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p.1325-1359, 1991.
- DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, p. 1969–1994, 2011.

- DUTTA, S.; NEZLOBIN, A. Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. **Journal of Financial Economics**, v.123, n.2, p. 225-440, 2016.
- EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v. LIX, n. 4, p. 1553-1583, 2004.
- EASTERWOOD, J. C.; NUTT, S. R. Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism? **The Journal of Finance**, v. 54, n.5, p. 1777-1797, 1999.
- ECKLES, D. L.; HALEK, M.; ZHANG, R. Information Risk and the Cost of Capital. **Journal of Risk and Insurance**, v. 81, n. 4, p. 861–882, 2014.
- EISENHARDT, K. M. Building Theories from Case Study Research. **The Academy of Management Review**. v. 14, n. 4, 1989.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FATHI, J. The Determinants of the Quality of Financial Information Disclosed by French Listed Companies. **Mediterranean Journal of Social Sciences**, v. 4, n. 2, p. 319–336, 2013.
- FATMA, T.; ABDELWAHED, O. Earnings quality and cost of equity capital: Evidence from Tunisia. **International Journal of Managerial and Financial Accounting**, v. 2, n. 2, p. 161-176, 2010.
- FERNANDINO, G. F.; TAKAMTSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M. Impacto dos Índices Contábeis na Aplicação de Rating de Crédito em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 25, n. 3, 2014.
- FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 255–307, 2001.
- FRANCIS, J.; LAFOND, R; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 2, p. 295–327, 2005.
- GRAY, S. J. Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. **Abacus**, v. 24, n.1, p. 1-15, 1988.
- HALOV, N.; HEIDER, F. Capital structure, risk and asymmetric information. **Quarterly Journal of Finance**, v. 1, n. 4, p. 767-809, 2011.
- HASAN, M. M.; HOSSAIN, M.; CHEUNG, A.; HABIB, A. Corporate life cycle and cost of equity capital. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n.1, p. 46-60, 2015.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HEIDLE, H. G.; HUANG, R. D. Information-based trading in dealer and auction markets: an analysis of exchange listings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 37, n.3, p. 391-424, 2002.

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

KEANE, S.M. **Stock market efficiency: theory, evidence, and implications**. Oxford: Philip Allan Publishers Limited, 1983.

KLOTZLE, M. C.; SILVA, P. V. J. da G.; BRANDÃO, F. R. S.; PINTO, A. C. F. Impactos do *rating* soberano brasileiro sobre ações de estatais. *ReFAE - Revista da Faculdade de Administração e Economia*, v. 8, n. 1, p. 209-229, 2016

KOENKER, R.; BASSET JÚNIOR, G. Regression Quantiles. **Journal of The Econometric Society**, v. 46, n. 1, p. 33-50, 1978.

LAINIZ, J.A.; GASCA, M. Obstacles to the Harmonization process in the European Union: the Influence of Culture. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v.3, n. 1, p. 68-97, 2006.

LA PORTA, R.; LOPEZ, F. S.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the world, Havard University, **Working paper**, 1998.

LAMBERT, R.A.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R.E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of Finance**, v.16, n.1, p. 1–29, 2012.

LEVENTIS, S.; WEETMAN, P.; WEETMANN, P. Timeliness of financial reporting: applicability of disclosure theories in an emerging capital market. **Accounting and Business Research**, v. 34, n. 1, p. 43–56, 2004.

LI, T.; SUN, L.; ZOU, L. State ownership and corporate performance: A quantile regression analysis of Chinese listed companies. **China Economic Review**, v. 20, n. 4, p. 703–716, 2009.

MACIEL, J. V. S.; CAMARGOS, M. A. de. Impacto da Alteração do *Rating* Soberano no Custo de Capital de Empresas Brasileiras, 2005-2015. *Revista Pretexto*, v. 19, n. 3, p. 99-118, 2018.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 249–280, 2013.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de Informação na Negociação de Ações , Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33–45, 2014.

MARTINS, V. G.; PAULO, E.; MONTE, P. A. O Gerenciamento de Resultados Contábeis Exerce Influência na Acurácia da Previsão de Analistas no Brasil? **Revista Universo**

Contábil, v. 12, n. 13, p. 73-90, 2016.

MAZZIONI, S.; KLANN, R. C. Determinantes da qualidade da informação contábil sob a perspectiva das características empresariais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 1, p. 55, 2016.

MCINNIS, J. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 315–341, 2010.

MOHANRAM, P.; RAJGOPAL, S. Is PIN priced risk? **Journal of Accounting and Economics**, v. 47, n. 3, p. 226–243, 2009.

Moody's Investors Service. **Sovereign bond ratings**. Rating methodology, September 12, 2013.

MOUSELLI, S.; JAAFAR, A.; HUSSAINEY, K. Accruals quality vis-à-vis disclosure quality: Substitutes or complements? **British Accounting Review**, v. 44, n. 1, p. 36–46, 2012.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v.39, n.3, p. 575-592, 1984.

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

OGNEVA, M. Accrual quality, realized returns, and expected returns: The importance of controlling for cash flow shocks. **Accounting Review**, v. 87, n. 4, p. 1415–1444, 2012.

OHLSON, J. A. Accruals: An overview. **Journal of Accounting Research**, v. 7, n. 2, p. 65-80, 2014.

PAE, J. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of *accruals*. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. v. 24, n. 1, p.5-22, 2005.

PÁSTOR, L.; SINHA, M.; SWAMINATHAN, B. Estimating the intertemporal risk-return tradeoff using the implied cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 63, p. 2859-2897, 2008.

PAULO, E. Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados (volume I). **Tese de Doutorado**, p. 260, 2007.

SCHREDER, M. Idiosyncratic information and the cost of equity capital: A meta-analytic review of the literature. **Journal of Accounting Literature**, v.41, p. 142-172, 2018.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 3 ed. Toronto: Prentice Hall, 2003.

SILVA, J. C. da; XAVIER, W. G.; GAMBIRAGE, C.; CAMILO, S. P. O. A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 15, n. 4, 2018.

SILVA, W. V. da; SILVEIRA, S. A. de A. A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n.4, p.82-97, 2011.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SMITH, C. W.; WARNER, J. On financial contracting: an analysis of bond covenants. **Journal of Financial Economics**. v.77 n. 2, p.117-161, 1979.

TAKAMATSU, R. T.; FÁVERO, L. P. L. Opacidade das informações contábeis, adoção das normas internacionais e origem legal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 19, n. 66, 2017.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WILSON. Dominic; PURUSHOTHAMAN. Roopa. Dreaming with BRICs: the path to 2050. in **Global Economics**. Paper nº 99. Goldman Sachs. 2003.