

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

AUGUSTO CEZAR DA CUNHA E SILVA FILHO

**COMPARABILIDADE CONTÁBIL E O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: uma análise
no mercado de capitais brasileiro**

**JOÃO PESSOA – PB
2020**

AUGUSTO CEZAR DA CUNHA E SILVA FILHO

**COMPARABILIDADE CONTÁBIL E O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: uma análise
no mercado de capitais brasileiro**

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

Linha de pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos.

Orientadora: Profa. Dra. Márcia Reis Machado.

Catálogo na publicação Seção de
Catálogo e Classificação

S586c Silva Filho, Augusto Cezar da Cunha e Silva.

Comparabilidade Contábil e o Custo de Capital Próprio : uma
análise no mercado de capitais brasileiro / Augusto Cezar da
Cunha e Silva Silva Filho. - João Pessoa,
2020.

105 f. : il.

Orientação: Márcia Reis Machado.
Tese (Doutorado) - UFPB/CCSA.

1. Contabilidade. 2. Mercado de Capitais. 3. Informação
Contábil. I. Machado, Márcia Reis. II. Título.

UFPB/BC

AUGUSTO CEZAR DA CUNHA E SILVA FILHO

**COMPARABILIDADE CONTÁBIL E O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: uma
análise no mercado de capitais brasileiro**

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

Prof. Dra Márcia Reis Machado
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
(Orientadora)

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

Prof. Dra. Rebeca Cordeiro da Cunha Araújo
Instituto Federal da Paraíba (IFPB)
(Avaliador Externo)

Prof. Dra. Carla Renata Silva Leitão
Universidade Federal Rural de Pernambuco (UFRPE)
(Avaliador Externo)

Prof. Dra. Sirlei Lemes
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
(Avaliadora Externa)

Emitido em 01/04/2020

DOCUMENTO COMPROBATÓRIO (ANEXO) Nº 14/2020 - PPGCC (11.00.52.03)
(Nº do Documento: 698)

(Nº do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

(Assinado digitalmente em 02/04/2020 13:04)
PAULO ROBERTO NOBREGA CAVALCANTE
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
1287709

(Assinado digitalmente em 01/04/2020 21:45)
MARCIA REIS MACHADO
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
1453014

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufpb.br/documentos/> informando seu número:
698, ano: **2020**, documento (espécie): **DOCUMENTO COMPROBATÓRIO (ANEXO)**, data de emissão:
01/04/2020 e o código de verificação: **77688093b0**

Ao meu filho, Pedro.
Dedico.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo dom da vida e por me permitir chegar a este momento, sonhado há tanto tempo. Sem sabedoria e paz interior, e sem estar preparado pelo meu Senhor, os meus objetivos pessoais e profissionais não seriam alcançados.

Aos meus queridos pais, Cezar e Marluce, pelos ensinamentos durante todos estes anos. Levo como princípios de vida a honestidade e a força do trabalho, características de primeira ordem dos meus queridos pais. Muito obrigado por tudo!!

À minha esposa, Virgínia, o meu porto seguro. Agradeço por todo apoio, companheirismo, paciência e, principalmente, compreensão nos momentos ausentes.

Ao meu querido filho, Pedro Augusto. Você, meu filho, foi o grande responsável por recarregar minhas energias, a fim de concluir esta tese de doutoramento. Cada sorriso e abraço foram fundamentais! Meu muito obrigado, Pedro.

À minha irmã, Marília, meu muito obrigado! Você talvez foi a grande responsável por minha caminhada pela vida acadêmica. Além disso, muito obrigado por nunca ter medido esforços para me ajudar, principalmente com palavras de apoio. Sou muito grato a você!

Especialmente, gostaria de expressar minha profunda gratidão à minha orientadora, Profa. Dra. Márcia Reis Machado, pela grande ajuda, orientação, estímulo e, principalmente, compreensão por algumas dificuldades vivenciadas durante o período em que trabalhei nesta tese. Mais que uma orientadora, foi uma amiga que ganhei. Muito obrigado, Professora Márcia!

Aos Professores(as) Paulo Cavalcante, Orleans Martins, Marcelo Álvaro e Sirlei Lemes, pelo apoio desde a qualificação desta tese. Com toda certeza, suas contribuições foram essenciais para a finalização desta pesquisa.

À Universidade Federal da Paraíba (UFPB), em especial ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC), por todo apoio recebido durante a realização do curso.

À Universidade Federal Rural do Semi-Árido (UFERSA) e todos os colegas de trabalho do curso de Ciências Contábeis da UFERSA, pela oportunidade concedida e incentivo para realização do curso.

Aos meus amigos de sala, Ariane, Emanuel, Evaldo, Fábria, Gilberto, Kléber e Paulo. Muito obrigado pela parceria!

A Leonardo Gomes e Filipe Formiga (RF Data Science), pela revisão ortográfica e parceria na elaboração do *script* da variável comparabilidade contábil, respectivamente.

Por fim, a todos os meus amigos e pessoas com as quais convivi, pela boa convivência e pelos conhecimentos compartilhados.

RESUMO

Esta tese investigou a influência da comparabilidade contábil no custo de capital próprio de empresas brasileiras. A literatura aponta que uma maior comparabilidade contábil resulta em avaliações mais precisas do desempenho individual das empresas, já que diminui o custo de coleta e análise de informações entre determinada empresa ao longo de um período e, também, entre empresas pares. Além disso, informações comparáveis ajudam os investidores a identificar e entender semelhanças e diferenças econômicas entre as firmas e, assim, tomarem decisões de investimento mais eficientes. Diante desse contexto, é provável que os investidores exijam menores retornos esperados ao se depararem com informações contábeis mais comparáveis, resultando em menor custo de capital próprio. Para a execução deste estudo, utilizou-se uma amostra com base nos dados das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2001 a 2018. Para medir a comparabilidade contábil, utilizou-se como métrica principal o modelo de similaridade da função contábil desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011), e para medir o custo de capital próprio implícito, utilizou-se o modelo de Easton (2004). Os resultados mostraram que o nível de comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor aumentou após a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS). Verificou-se relação negativa e estatisticamente significativa entre o custo de capital próprio e a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor. Além disso, essa relação mais se pronuncia para empresas situadas em setores mais competitivos, indicando que a competitividade de mercado atua como um mecanismo eficaz de governança externa (calculou-se competitividade de mercado mediante o índice de Herfindahl). Em geral, os resultados desta tese sugerem que a comparabilidade contábil desempenha papel importante na redução dos riscos de investimentos, contribuindo na alocação eficiente de capital dos investidores. Por fim, este trabalho contribui para a literatura nacional e internacional ao demonstrar os benefícios econômicos da comparabilidade contábil.

Palavras-chave: Comparabilidade contábil. Custo de capital próprio. Competitividade de mercado. Adoção das IFRS.

ABSTRACT

This thesis investigates the influence of accounting comparability on the cost of equity of Brazilian companies. The literature points out that greater accounting comparability results in more accurate assessments of the individual performance of companies, since it reduces the cost of collecting and analyzing information between a given company over a period and, also, between peer companies. In addition, comparable information helps investors to identify and understand economic similarities and differences between firms and thus make more efficient investment decisions. Given this context, investors are likely to demand lower expected returns when faced with more comparable accounting information, resulting in a lower cost of equity. For the execution of this study, a sample was used based on data from the companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3), in the period from 2001 to 2018. To measure accounting comparability, the accounting function similarity model developed by DeFranco, Kothari and Verdi (2011) was used as the main metric, and to measure the implicit cost of equity, the Easton model (2004) was used. The results showed that the level of accounting comparability between companies in the same sector increased after the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS). There was a negative and statistically significant relationship between the cost of equity and accounting comparability between companies in the same sector. In addition, this relationship is more pronounced for companies located in more competitive sectors, indicating that market competitiveness acts as an effective external governance mechanism (market competitiveness was calculated using the Herfindahl index). In general, the results of this thesis suggest that accounting comparability plays an important role in reducing investment risks, contributing to the efficient allocation of investors' capital. Finally, this work contributes to the national and international literature by demonstrating the economic benefits of accounting comparability.

Keywords: Accounting comparability. Cost of equity. Market competitiveness. Adoption of IFRS.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura da tese	22
Figura 2 – Comportamento da COMP ao longo dos anos investigados – gráfico de linha	70

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Companhias analisadas	50
Quadro 2 – Expectativas dos sinais dos coeficientes das variáveis de controle	59
Quadro 3 – Descrição resumida das variáveis utilizadas na pesquisa	64

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva das principais variáveis utilizadas na pesquisa	65
Tabela 2 – Correlação de Spearman	67
Tabela 3 – Comportamento da COMP ao longo dos anos investigados e análise de variância (ANOVA) com um fator	69
Tabela 4 – Relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio	71
Tabela 5 – Comportamento da COMP em função do nível de competitividade de mercado	74
Tabela 6 – Efeito da competitividade de mercado (HH) na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio	76
Tabela 7 – Comportamento da COMP em função da adoção das IFRS	79
Tabela 8 – Efeito das IFRS na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio	80
Tabela 9 – Relação entre comparabilidade contábil intertemporal (COMPT) e custo de capital próprio	83
Tabela 10 – Efeito da competitividade de mercado (HH) na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio	84

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i> (Recibos Depositários Americanos)
ANOVA	Análise de Variância
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
Cade	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CCP	Custo de Capital Próprio
COMP	Comparabilidade Contábil Média
COMPT	Comparabilidade Intertemporal
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRESC	Crescimento
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
END	Endividamento
EUA	Estados Unidos da América
FASB	Financial Accounting Standards Board
HHI	Índice Herfindahl-Hirshman
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IASB	International Accounting Standard Board
I/B/E/S	Institutional Brokers Estimate System
ICAEW	Institute of Chartered Accountants in England and Wales
IFRS	International Financial Reporting Standards (Normas Internacionais de Contabilidade)
LPA	Lucro por Ação
NAICS	North American Classification System Association
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i> (Mínimos Quadrados Ordinários)
ROA	<i>Return On Asset</i> (Retorno sobre o Lucro)
TAM	Tamanho
US GAAP	Generally Accepted Accounting Principles in the United States
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA E TESE	18
1.3	OBJETIVOS	18
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS	19
1.5	ESTRUTURA DA TESE	21
2	REFERENCIAL TEÓRICO E EMPÍRICO	23
2.1	TEORIA DE FUNDAMENTAÇÃO	23
2.1.1	Teoria da agência	23
2.2	CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL	26
2.3	COMPARABILIDADE CONTÁBIL: CONCEITO E IMPORTÂNCIA	33
2.4	AMBIENTE COMPETITIVO E SEU IMPACTO NA INFORMAÇÃO CONTÁBIL	36
2.5	ESTUDOS ANTERIORES ENVOLVENDO COMPARABILIDADE CONTÁBIL	39
2.5.1	Comparabilidade contábil e suas consequências econômicas	39
2.5.2	Comparabilidade contábil e adoção das IFRS	43
2.6	HIPÓTESES DE PESQUISA	47
3	METODOLOGIA	49
3.1	AMOSTRA E COLETA DE DADOS	49
3.2	DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	51
3.2.1	Comparabilidade contábil média (COMP)	51
3.2.2	Custo de capital próprio (CCP)	54
3.2.3	Competição – índice de Herfindahl (HHI)	55
3.2.4	Mensuração das variáveis de controle	57
3.3	MODELOS ECONOMETRICOS	59
3.4	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE	62
3.5	RESUMO DAS VARIÁVEIS	63

4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	65
4.1	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	65
4.2	COMPARABILIDADE CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	67
4.3	COMPARABILIDADE CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: EFEITO DA COMPETIÇÃO DE MERCADO	73
4.4	COMPARABILIDADE CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: EFEITO DA ADOÇÃO DAS IFRS	78
4.5	ANÁLISES ADICIONAIS	82
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	86
	REFERÊNCIAS	90
	APÊNDICE	100

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Sustentada pela teoria da agência, esta tese investiga a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio em uma amostra de empresas listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3). A ligação entre informações contábeis e o custo de capital próprio tem origem no fenômeno da seleção adversa, que é um tipo de assimetria de informação, descrita inicialmente por Akerlof (1970). Em linhas gerais, considerando o mercado de automóveis usados, onde existia uma gama de veículos com diferentes níveis de qualidade, Akerlof (1970) defende a tese de que os compradores apresentam dificuldade em distinguir os carros bons dos ruins, por não possuírem informações ou conhecimentos suficientes do passado dos veículos a serem negociados, gerando um desequilíbrio informacional entre o vendedor e o possível comprador.

Neste cenário, o vendedor é o possuidor das informações sobre os carros, que apenas as revelará se observar que o favorecerá para fins de efetivação da transação, isto é, vender os carros ruins como sendo de boa qualidade. Dessa forma, frente à presença de assimetria informacional, em que uma das partes é detentora de informações privadas a respeito da qualidade do produto, surge a possibilidade de falhas de mercado ou ineficiências no equilíbrio de mercado, já que impedem a ocorrência de transações desejáveis, ou seja, aumenta a possibilidade de ocorrer transações ineficientes e de maior risco (AKERLOF, 1970).

O conceito de risco está relacionado a perigo, ameaça ou insucesso, remetendo à chance de algo não sair conforme o planejado. No entanto, quando o termo risco se refere a investimentos, pode-se associá-lo à probabilidade de perdas envolvendo dinheiro ou, mais especificamente, à probabilidade de se ganhar menos do que o retorno esperado. E é justamente por causa do nível de risco que um ativo está sujeito que os investidores exigem uma taxa de retorno para participarem de qualquer negócio, sempre pautados na lógica de quanto maior o risco associado ao investimento, maior a taxa de retorno exigida.

Em virtude dessa relação entre risco e retorno, o risco é considerado um dos componentes fundamentais da taxa de desconto usada pelos investidores para trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros. É bom destacar que, no âmbito deste estudo, a taxa de desconto utilizada pelos investidores é caracterizada pelo custo de capital próprio, isto é, o retorno exigido pelo investidor para financiar quaisquer projetos de investimento. Portanto, considerando-se que toda aplicação financeira possui algum nível de risco, torna-se crucial,

para todos os investidores, conhecer o nível de risco que um ativo está sujeito (NEKRASOV; SHROFF, 2009).

Em uma perspectiva de mercado, a informação contábil constitui um dos principais recursos para se avaliar e diminuir o risco que determinado ativo está sujeito, isto é, diminuir a probabilidade de perdas e assimetrias de informações entre empresas e investidores, evitando, assim, que alguma parte em um negócio detenha maior vantagem informacional do que outra. Corroborando essa ideia, Scott (2009) afirma que a contabilidade é considerada uma competidora com outras fontes de informações na quebra de assimetria, como, por exemplo, os analistas financeiros, os analistas de mercado, a mídia e o próprio preço de mercado.

Alinhando-se a essa discussão, é bom lembrar que a principal finalidade dos relatórios contábeis é fornecer informações úteis para potenciais investidores, credores e outros, a fim de ajudá-los no processo de tomada de decisão (IASB, 2018). Mais especificamente, a informação financeira cumpre basicamente dois propósitos de decisão: (a) permite que os provedores de capitais avaliem o retorno das potenciais oportunidades de investimento; e (b) possibilita aos fornecedores de capital a monitoração do capital inserido nos negócios. Assim, conforme discutido até então, a informação contábil contribui, fundamentalmente, para que a alocação de capital seja mais eficiente entre os detentores de capital e as oportunidades de investimentos (SCOTT, 2009). Devido à sua importância, a evidenciação de informações contábeis de qualidade tem papel essencial para o funcionamento do mercado.

Dentre as características desejáveis da informação contábil, têm-se a comparabilidade contábil, conforme descrito nas Estruturas Conceituais dos dois principais órgãos normatizadores, que são o International Accounting Standard Board (IASB) e o Financial Accounting Standards Board (FASB). A comparabilidade é classificada como uma característica qualitativa que melhora, juntamente com outras características (verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade), a qualidade do relatório financeiro.

Segundo a Estrutura Conceitual do IASB (2018), a comparabilidade é a característica qualitativa que permite aos usuários identificar e compreender similaridades e diferenças entre eventos econômicos. É bom salientar que, ao contrário de outras características qualitativas, a comparabilidade não está relacionada a um único item evidenciado nas demonstrações contábeis, tendo em vista que uma comparação requer, pelo menos, dois itens comparáveis (SHIM; KI, 2017).

Sob o prisma da característica qualitativa da comparabilidade, os usuários devem ser capazes de comparar as demonstrações financeiras de uma entidade ao longo do tempo, a fim de identificarem tendências em sua posição financeira e de desempenho. Além disso, os

usuários devem ser capazes de comparar as demonstrações financeiras de diferentes entidades, para avaliar relativamente suas posições financeiras e de desempenho, bem como as alterações em tais posições. Assim sendo, ao buscar a comparabilidade genuína, o tratamento contábil de transações similares e outros eventos deve ser realizado de forma consistente ao longo do tempo para determinada entidade, bem como para diferentes entidades.

Macintosh (2009) chegou a afirmar que as normas contábeis incluíram discursivamente a dimensão da comparabilidade na linguagem contábil, a tal ponto que a confiança nas normas e padrões contábeis acontece pela promoção de tal dimensão, considerada necessária para refletir a “verdade” sobre as atividades econômicas de qualquer entidade. Corroborando a discussão, Durocher e Gendron (2011) relatam que não chega a ser exagero argumentar que a comparabilidade contábil constitui uma importante “norma social” em domínio dos negócios. Na visão de Godfrey e Langfield-Smith (2005), a comparabilidade contábil pode ser vista como a pedra angular da regulação global dos mercados de capitais, cujo objetivo é assegurar que tais mercados sejam eficientes, justos e transparentes.

Dye e Sunder (2001) afirmam que aumentar a comparabilidade contábil entre as empresas provavelmente resultará em avaliações mais precisas do desempenho individual das empresas, já que diminui o custo de coleta e análise de informações entre determinada empresa ao longo de um período e, também, entre empresas pares, facilitando a alocação eficiente de capitais entre os participantes de mercado. Nesse mesmo sentido, Libby, Libby e Short (2009) sustentam que é impossível fazer uma análise de dados financeiros sem uma base para comparação. A visão de Hendriksen e Van Breda (1999) caminha nessa mesma direção, ao afirmar que a comparabilidade contábil busca auxiliar a tomada de decisão dos investidores e, portanto, contribuir para o correto funcionamento do mercado, permitindo que tais usuários consigam julgar os resultados das atividades em que investiram.

A verdade é que a comparabilidade contábil desempenha um papel fundamental nas decisões de alocação de capital, tendo em vista que tais decisões envolvem essencialmente avaliações de oportunidades, sendo que estas não podem ser realizadas, racionalmente, se a informação comparativa não estiver disponível (FASB, 1980). Portanto, seguindo esse raciocínio, pode-se chegar à conclusão que uma das principais finalidades da informação contábil no processo decisório de seus usuários é servir de base para comparabilidade entre alternativas de alocação de capital, o que afeta positivamente a habilidade dos participantes do mercado em realizar estimativas acerca do potencial de fluxos de caixa futuros, reduzindo, assim, o custo de capital próprio (FELTHAM; XIE, 1994; HOLMSTROM, 1979; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017).

Embora a ligação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio tenha grande apelo intuitivo, são ainda em pequeno número os trabalhos que investigam diretamente tal ligação. É bom destacar que a maior parte das pesquisas anteriores envolvendo informação contábil e custo de capital utilizou outros atributos de qualidade, porém, não a comparabilidade contábil. A respeito desses estudos, destacam-se os trabalhos de Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2002), Bhattacharya, Daouk e Welker (2003), Easley e O'Hara (2004), Francis *et al.* (2004), Leuz e Verrecchia (2005) e Lambert, Leuz e Verrecchia (2012). Em linhas gerais, os autores desses trabalhos documentaram uma relação negativa e significativa entre informação contábil e custo de capital, isto quer dizer que a divulgação de informações contábeis de alta qualidade reduz o custo de capital das firmas. É de se esperar tal relação, tendo em vista que, se os investidores recebem informações contábeis de baixa qualidade, naturalmente, eles exigirão retornos esperados mais altos para se protegerem da desvantagem informacional, e vice-versa.

Especificamente em relação aos estudos envolvendo o tema comparabilidade contábil, estes podem ser divididos em dois grupos, basicamente: (a) os que examinaram o efeito da adoção das IFRS sobre a comparabilidade contábil; (b) os que examinaram as consequências econômicas da comparabilidade contábil. Considerando o primeiro grupo de estudos, as pesquisas evidenciam que, ao longo do tempo, os padrões contábeis locais de diferentes países já vinham se tornando semelhantes cada vez mais, sinalizando o correspondente aumento na comparabilidade contábil entre países (LAND; LANG, 2002; BEUSELINCK; JOOS; VAN DER MEULEN, 2008). Outros estudos encontraram evidências de que realmente a adoção de um único padrão contábil ocasionou aumentos na comparabilidade contábil (BEUSELINCK; JOOS; VAN DER MEULEN, 2008; YIP; YOUNG, 2012; BROCHET; JAGOLINZER; RIEDL, 2013; DEFOND *et al.*, 2011; JAYARAMAN; VERDI, 2014). Considerando-se o segundo grupo de estudos, várias pesquisas investigaram as consequências econômicas da comparabilidade contábil, tornando-se um tema de bastante interesse de pesquisa nos últimos anos. Em linhas gerais, os achados mostram que a comparabilidade contábil é benéfica para fins de *valuation* (BHOJRAJ; LEE, 2002; YOUNG; ZENG, 2015; CHEN *et al.*, 2018); ofertas públicas de ações (SHANE; SMITH; ZHANG, 2019) e, mais estritamente, relacionado à presente tese, menor custo de capital (LI, 2010; FANG; BAOHUA; ZHANG, 2012; KIM; KRAFT; RYAN, 2013; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017).

Em síntese, embora a literatura anterior evidencie aspectos positivos da comparabilidade contábil, o número de trabalhos teóricos e empíricos que investigam diretamente a ligação entre essa característica qualitativa e o custo de capital próprio ainda é incipiente, principalmente, no contexto de um país emergente com várias características institucionais peculiares, como é o

Brasil. Com isso, a presente tese busca preencher essa lacuna na literatura, fornecendo resultados mais diretos sobre a relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio.

Adicionalmente, numa perspectiva complementar, a presente tese avalia dois fatores que podem influenciar a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio. O primeiro fator é se o nível de competição de mercado influencia tal relação. E o segundo fator é se a adoção das IFRS influencia tal relação.

A análise da competitividade de mercado torna-se pertinente, tendo em vista os resultados divergentes na literatura no que se refere aos efeitos da competitividade na qualidade das informações divulgadas pelas firmas. Uma parte da literatura defende que a competição exerce um mecanismo de governança externa e, com isso, melhora a qualidade e quantidade das informações divulgadas pelas firmas, fazendo reduzir a assimetria informacional existentes entre os participantes de mercado (HART, 1983; GIROUD; MUELLER, 2011; ALI; KLASA; YEUNG, 2014; CHHAOCHHARIA *et al.*, 2017).

Por outro lado, numa perspectiva contraditória, alguns autores defendem que as empresas situadas em ambientes mais competitivos, em virtude do alto risco operacional e estratégico, não apresentam incentivos para divulgação de informações completas, aumentando, assim, a assimetria informacional entre os gestores e as partes interessadas (ZEGHAL, 1983; DARROUGH; STOUGHTON, 1990; HARRIS, 1998; BAMBER; CHEON, 1998; BOTOSAN; STANFORD, 2005). Diante desse cenário e conforme a literatura consultada, a competição no mercado pode influenciar a assimetria informacional no mercado de capitais e, portanto, na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio.

Em relação a adoção das IFRS, espera-se que a adoção de um único padrão contábil resulte em redução dos custos de preparação, análise e interpretação das demonstrações financeiras e, conseqüentemente, redução do custo de capital em função dos investidores lidarem com informações com menor risco. De fato, a adoção das IFRS foi justificada sob o argumento de assegurar um alto grau de transparência e comparabilidade das demonstrações financeiras e, dessa forma, um funcionamento eficiente do mercado de capitais (BARTH, 2006; LI, 2010; LEE; WALKER; CHRISTENSEN, 2010; LIMA, 2011; CARVALHO, 2014; SILVA; NARDI, 2017). Diante desse cenário, a adoção das IFRS pode influenciar a assimetria informacional no mercado de capitais e, portanto, na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA E TESE

De acordo com o IASB (2018), as demonstrações contábeis devem resultar em informações com alto nível de qualidade, transparência e comparabilidade para auxiliar investidores, participantes dos mercados de capitais ao redor do mundo e demais usuários das demonstrações financeiras na tomada de decisões. Ao considerar esse contexto, este estudo testa empiricamente se a comparabilidade contábil, uma das características qualitativas da informação contábil, influencia o custo de capital próprio das empresas brasileiras, tendo em vista que uma melhora no ambiente informacional pode levar a uma redução da assimetria informacional entre os participantes de mercado, fazendo com que o custo de capital das firmas também reduza. Baseado nesse contexto, o problema de pesquisa que motiva a realização deste estudo é o seguinte: **qual a relação entre o nível de comparabilidade contábil e o custo de capital próprio nas empresas brasileiras?**

Adicionalmente à questão principal, buscou-se responder outras duas questões: (a) qual o impacto da competitividade, no mercado, na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio nas empresas brasileiras?; e (b) qual o impacto da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio nas empresas brasileiras?

A questão principal busca entender a relação intrínseca entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio, enquanto que as questões acessórias visam investigar aspectos que podem ter impactado o nível de comparabilidade contábil e/ou o custo de capital próprio, como o nível de competição do ambiente e a adoção das IFRS.

É defendida a tese de que o nível de comparabilidade contábil afeta o custo de capital próprio, já que pode impactar na habilidade dos participantes do mercado em realizar estimativas acerca do potencial de fluxos de caixa futuros, tendo em vista que as avaliações de oportunidades de investimento não podem ser realizadas racionalmente se a informação comparativa não estiver disponível (DEFRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; CAMPBELL; YEUNG, 2013; FANG *et al.*, 2016; KIM; KRAFT; RYAN, 2013).

1.3 OBJETIVOS

O objetivo geral deste trabalho é examinar a relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio nas empresas brasileiras, com vistas a responder os três problemas de pesquisa propostos, podendo ser detalhado nos seguintes objetivos intermediários:

- a) medir os níveis de comparabilidade contábil e sua evolução ao longo do tempo;
- b) estimar o custo de capital próprio das firmas brasileiras;
- c) analisar a influência da competitividade de mercado na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio; e
- d) analisar a influência da adoção das IFRS na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio.

1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS

Primeiramente, espera-se que esta tese contribua e seja relevante sobre várias perspectivas e partes interessadas descritas a seguir.

A presente tese inova para a academia ao apresentar a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio, fenômeno ainda não investigado no Brasil e com poucas evidências na literatura. O Brasil possui características institucionais e econômicas intrínsecas, como, por exemplo: contabilidade e governança corporativa em processo de amadurecimento; tradição legal baseada no *code-law*; empresas utilizando-se fortemente de fontes de financiamento externa; concentração de capital alta; normas contábeis historicamente definidas por entidades do governo; distinção entre as contabilidades fiscais e societárias; crescente demanda por aumento da proteção ao investidor e por *enforcement* legal. Embora o cenário institucional brasileiro seja relativamente diferente daqueles em que alguns pesquisadores vêm testando os efeitos da comparabilidade contábil sobre o custo de capital próprio, o Brasil demonstra um ambiente com grandes oportunidades de crescimento, resultando em aumento nas demandas de capital por parte das empresas (LOPES; WALKER, 2008).

Outros fatores apontam para a importância da investigação dos benefícios da divulgação corporativa em um mercado emergente: (i) maior heterogeneidade empírica, demonstrando relevância quanto ao efeito dos incentivos dos gestores (LOPES; WALKER, 2008); (ii) baixa atuação de intermediários informacionais, destacando o papel dos demonstrativos financeiros como instrumento de comunicação (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004); e (iii) fornecimento de evidências fora do eixo dos países desenvolvidos. Assim, o arcabouço conceitual e as evidências encontradas podem responder às demandas e inquietações ou aumentar, ainda mais, as dúvidas quanto às consequências econômicas da comparabilidade contábil, especialmente em um momento de flexibilização regulatória pelo qual passou a contabilidade brasileira, ajudando no debate entre padrões contábeis rígidos e flexíveis.

Espera-se, igualmente, que as evidências contribuam com o mercado em geral, mas, principalmente, com investidores, acionistas minoritários e analistas, possibilitando-os compreender a importância e, conseqüentemente, a inserção da comparabilidade contábil em seus processos decisórios sobre investimentos, já que tal característica qualitativa aumenta a qualidade do *reporting* contábil e diminui o custo informacional, facilitando o julgamento do mérito e a comparabilidade das decisões de investimentos (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2000), o que auxilia para o correto funcionamento do mercado como um todo. Embora a comparabilidade contábil seja reconhecida, pela literatura e órgãos normatizadores, como um atributo valioso em diminuir o risco que determinado ativo está sujeito, poucas evidências comprovam empiricamente tal hipótese.

Para os órgãos reguladores de mercado ou responsáveis pela normatização dos padrões contábeis, os resultados podem contribuir na medida em que possibilita verificar se os benefícios esperados, que justificaram a adoção das IFRS, estão sendo alcançados, auxiliando, assim, os reguladores nas justificativas de suas escolhas, lembrando-se que, conforme o próprio IASB (2018), os principais objetivos e benefícios atrelados à adoção das IFRS são “maior qualidade, transparência e comparabilidade”.

Ainda nessa mesma perspectiva, a presente pesquisa se torna relevante por mais dois pontos: (a) contribuir nas deliberações em andamento no que se refere à convergência dos padrões locais de outros países ao padrão internacional; e (b) avaliar se realmente os efeitos da adoção das IFRS tendem a ser maiores em países cujas diferenças entre os padrões contábeis locais e internacionais são mais amplos, que é o caso do Brasil (BAE; TAN; WELKER, 2008; BYARD; LI; YU, 2011).

Os executivos e acionistas controladores, também, poderão se beneficiar das evidências desta tese, pois o conhecimento do custo de capital próprio de uma empresa é fundamental para uma variedade de decisões corporativas, como, por exemplo, na determinação da taxa de atratividade para projetos de investimentos e na interferência nas decisões de alocação de capital da empresa. É importante lembrar que tais decisões têm o poder de influenciar nas operações das empresas e, conseqüentemente, na sua rentabilidade posterior. Nesse contexto, é imprescindível a análise e identificação de variáveis que possam provocar efeitos no custo de capital próprio das empresas.

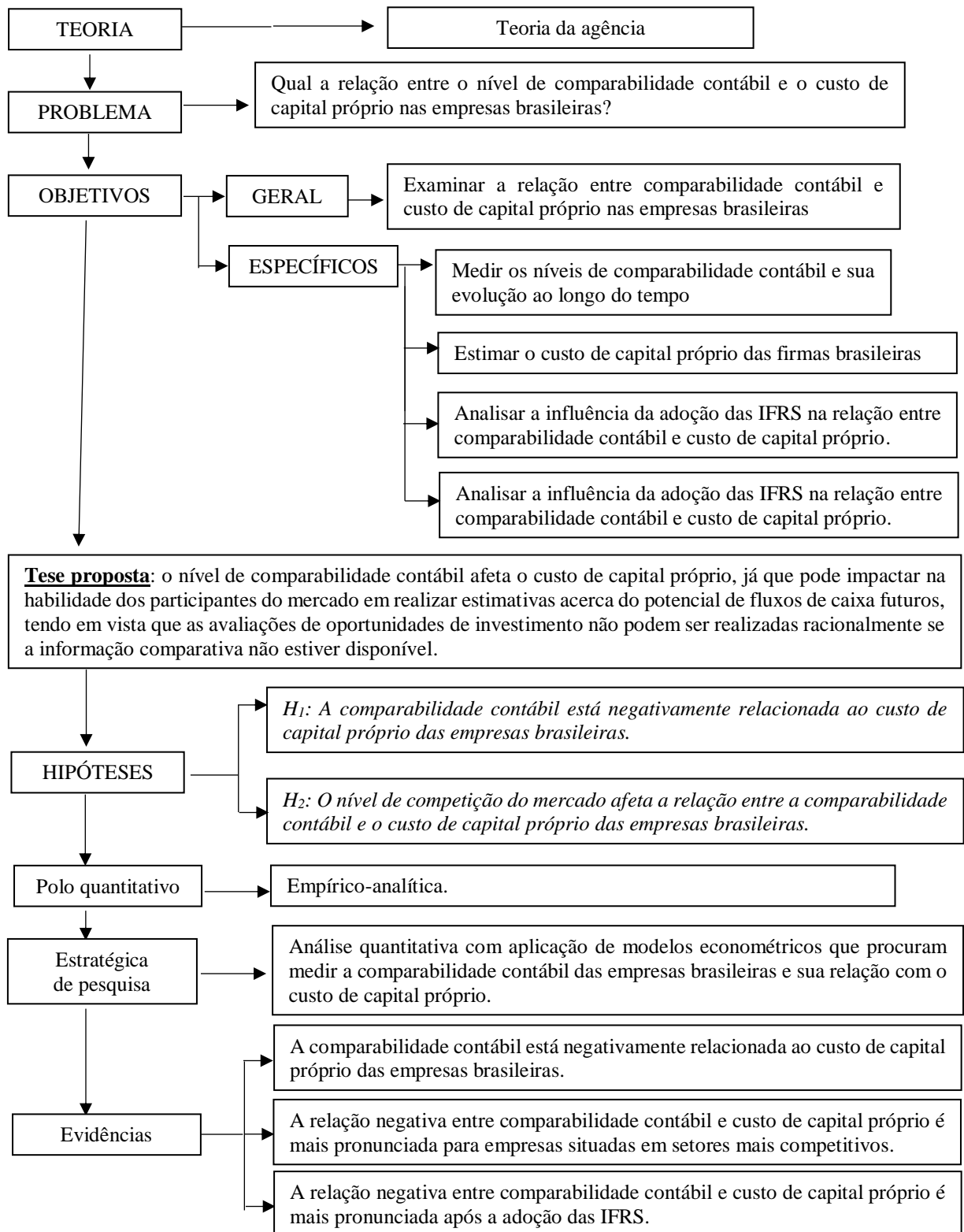
Por fim, este estudo permitirá observar a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio e como a combinação desses fatores pode contribuir para melhorar o ambiente informacional e o funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

1.5 ESTRUTURA DA TESE

Além da introdução abordando a contextualização da pesquisa, o problema, os objetivos e a justificativa, a presente tese está estruturada da seguinte forma: O capítulo 2 revisa a literatura relacionada à teoria que sustenta a presente pesquisa, bem como levanta estudos anteriores relacionados à comparabilidade contábil, além de apresentar as hipóteses formuladas. O capítulo 3 detalha a metodologia empregada no estudo, visando testar as hipóteses e responder ao problema de pesquisa. O capítulo 4 apresenta e discute os resultados encontrados. Por fim, o capítulo 5 apresenta as considerações finais, as limitações da pesquisa e sugere tópicos para serem explorados em pesquisas futuras.

Por fim, Martins e Theóphilo (2007) apresentam os polos que devem fazer parte de uma investigação científica, considerando-se que cada polo está diretamente associado, dando sustentação de todo o processo, começando pela introdução até os resultados obtidos. Para demonstrar, elaborou-se a Figura 1, que sintetiza a estrutura da presente tese:

Figura 1 – Estrutura da tese



Fonte: elaboração própria.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E EMPÍRICO

2.1 TEORIA DE FUNDAMENTAÇÃO

2.1.1 Teoria da agência

Desenvolvida no início da década de 1970, a teoria da agência busca modelar a relação entre o principal e o agente. É preciso entender, preliminarmente, que, conforme a vertente institucionalista, a firma é percebida como uma rede de relações colaborativas, onde vários contratos são firmados entre indivíduos ou grupos de indivíduos, internos ou externos à organização, que atuam em processo de colaboração para alcançar resultados comuns de forma eficiente e eficaz, sendo tais contratos definidos como um relacionamento de agência. Jensen e Meckling (1976) definem o relacionamento de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata(m) outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação de certa autonomia para tomadas de decisões por parte do agente.

Ao descrever o relacionamento de agência, a teoria da agência assume o pressuposto de que tanto o principal quanto o agente são maximizadores de utilidade. Ou seja, com base nessa premissa, a teoria prevê que o agente nem sempre agirá buscando o melhor interesse do principal, podendo tal comportamento levar a um conflito de agência entre as duas partes. Nesse contexto, o conflito de agência se refere a uma situação em que as decisões que maximizam as utilidades do agente não levam necessariamente à maximização das utilidades do principal. Diante da divergência de interesses, tendo em vista o conflito potencial entre o principal e o agente, surge a assimetria informacional entre as partes e, conseqüentemente, os custos de agência.

As análises de Akerlof (1970) foram pioneiras nos estudos envolvendo mercado com assimetria informacional, defendendo que não há modelos econômicos com informações perfeitas, já que, na realidade, alguma das partes de uma transação possui informações adicionais. Para explicar suas convicções a respeito da assimetria de informações, Akerlof (1970) utilizou o exemplo de carros usados no mercado de revenda. Considerando o termo “limões” para especificar os carros de baixa qualidade existente no mercado, o autor argumentou que quando o comprador é menos informado que o vendedor sobre a qualidade dos carros, aquele pode se recusar a pagar o preço solicitado pelos carros de boa qualidade, tendo em vista os “limões” existentes. E, por isso, como resultado, o vendedor não tem incentivo para

vender produtos de boa qualidade. Nessa perspectiva, os “limões” terminam empurrando os carros de boa qualidade para fora do mercado, surgindo falhas de mercado ou ineficiências no equilíbrio de mercado. Portanto, nesse contexto, a assimetria informacional termina criando o problema da seleção adversa no mercado, levando a custos mais altos (AKERLOF, 1970).

O pressuposto de que todos os participantes estão igualmente informados, o que é bastante contestado, já que a assimetria informacional tem sua origem na relação contratual estabelecida entre vários indivíduos internos ou externos à organização, podendo haver comportamentos oportunistas pela parte mais informada à custa da parte menos informada. De fato, o principal ao tentar reduzir a possibilidade de o contrato de agência não ser cumprido adequadamente pelo agente, faz surgir os custos de agência.

A respeito dos custos de agência, em linhas gerais, eles consistem em três componentes: monitoramento, cobertura de seguros e perdas residuais (JENSEN; MECKLING, 1976). Os custos de monitoramento são custos suportados pelo principal, cuja finalidade é garantir que o agente esteja agindo conforme os interesses do principal. Ainda nesse sentido, os custos de monitoramento são suportados pelo principal visando garantir que as decisões do agente sejam limitadas, que estejam alinhadas com os contratos pré-estabelecidos entre as partes. Os custos de cobertura, por outro lado, são suportados pelos agentes, cuja finalidade é fornecer certa garantia ao principal de que ele não tomará decisões que prejudiquem os interesses do principal ou, se fizer algo nessa direção, haverá a garantia de compensação por tal decisão. Por fim, a perda residual é uma redução no bem-estar atribuída ao principal decorrente das divergências de comportamento ocorridas entre as decisões tomadas pelos agentes (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; JENSEN; MECKLING, 1976).

É importante salientar que a contabilidade tem papel fundamental na concepção dos termos dos contratos e no seu monitoramento, já que a informação contábil é compreendida como um dos dispositivos de monitoramento e ligação entre o agente e o principal (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Pode-se utilizar, por exemplo, a medida de lucro líquido em um determinado contrato de bonificação, formulado justamente para alinhar os interesses do agente e do principal.

A discussão a respeito do papel das informações contábeis nos contratos firmados entre as partes vai muito além da sua importância, claramente reconhecida pelo arcabouço teórico. Talvez a principal discussão em torno dos números contábeis utilizados como parte integrante do processo de formulação dos contratos esteja nos incentivos relacionados às escolhas dos métodos contábeis (*accounting choices*) utilizados pelos agentes, no que se refere ao tratamento contábil dado aos eventos econômicos. Como dito anteriormente, a contabilidade é parte

integrante no processo de firmação de contratos entre as partes, sendo as informações contábeis (geralmente, medidas de desempenho econômico-financeiro) utilizadas nesses contratos como forma de reduzir os custos de agência das empresas. Ainda nessa perspectiva, Watts e Zimmerman (1986) defendem que empregar métodos contábeis alternativos aumenta os custos de agência e, portanto, reduz o valor da empresa ou a riqueza do gestor, demonstrando o impacto e a influência das escolhas contábeis nos valores das empresas e em seus fluxos de caixa.

Alguns estudos (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; HOLTHAUSEN, 1990; BADERTSCHER; COLLINS; LYS, 2012) examinaram os incentivos para as escolhas de métodos contábeis por parte dos agentes, configurando-os, basicamente, em duas perspectivas: contrato eficiente e comportamento oportunista. Em linhas gerais, a escolha de um determinado método contábil em detrimento de outro está relacionada à criação de valor para todas as partes envolvidas (perspectiva de eficiência contratual) ou criação de valor apenas para os agentes em prejuízo das outras partes (perspectiva oportunista) (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; HOLTHAUSEN, 1990).

Sendo mais específico, a perspectiva de contratos eficientes, no que diz respeito às escolhas contábeis, implica que os métodos contábeis, assim como a forma de organização ou redação dos contratos, serão escolhidos para minimizar os custos de agência entre as várias partes da firma. Assim sendo, a escolha de métodos contábeis específicos, em detrimento de outros métodos alternativos, teria como finalidade primária a criação de valor da empresa, ou seja, aumento da riqueza econômica para todas as partes da empresa mediante a eficiência nos contratos.

Por outro lado, a perspectiva do comportamento oportunista não necessariamente visa a maximização do valor da empresa, prevalecendo, preliminarmente, os interesses do agente. Portanto, considerando-se uma situação hipotética em que a remuneração do agente estivesse atrelada ao lucro líquido, por exemplo, este tenderia a fazer escolhas que pudessem aumentar o lucro da empresa e, conseqüentemente, sua remuneração. É importante destacar que os incentivos para o comportamento oportunista dos gestores incluem: remuneração própria, com base nos lucros reportados (FRANCIS; HANNA; VINCENT, 1996; RIEDL, 2004); redução do risco de demissão, em razão do fraco desempenho das firmas (HEALY, 1996); e transferência de riqueza para acionistas às custas de outras partes interessadas (HEALY, 1996).

Em suma, a perspectiva eficiente sugere que a escolha de um método contábil em detrimento de outro(s) é feita para minimizar os custos de agência entre as várias partes contratantes da firma, levando à maximização do seu valor. Em contrapartida, a perspectiva do comportamento oportunista considera que as escolhas contábeis exercidas pelos gestores são

feitas visando benefícios próprios, às custas das outras partes contratantes (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; HOLTHAUSEN, 1990).

Por fim, mais uma vez, lembra-se que a presente tese não tem como finalidade testar a distinção entre as perspectivas de contratos eficientes ou de comportamento oportunista. O propósito deste tópico é mostrar que, mesmo a contabilidade apresentando um papel fundamental na concepção dos termos dos contratos e no seu monitoramento, qualquer contrato firmado entre partes é incompleto, pois envolve a incapacidade de prever todas as circunstâncias possíveis, permitindo, assim, o oportunismo entre as partes e, conseqüentemente, a assimetria informacional. A assimetria informacional influencia no comportamento de todos os agentes econômicos, já que dificulta a principal função de um mercado: permitir a transferência eficiente de recursos entre os agentes econômicos (PINDYCK, 2006; HEALY; PALEPU, 2001). Portanto, a divulgação de informações contábeis mais comparáveis pode reduzir a assimetria informacional entre as partes, melhorando a tomada de decisão por partes dos usuários em geral, cujo foco será discutido no próximo tópico.

2.2 CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL

O principal objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações úteis para potenciais investidores, credores e outros, a fim de ajudá-los no processo de tomada de decisões (IASB, 2018). Corroborando esse entendimento, Kam (1990) afirma que a contabilidade tem como principal atribuição comunicar informações úteis aos interessados, que envolvem eventos econômicos e financeiros de quaisquer firmas, servindo como suporte para tomada de decisões ou investimentos.

Para evidenciar informações relevantes/úteis, isto é, capazes de auxiliar os usuários na tomada de decisão, as demonstrações contábeis devem dispor de informações contidas de alguns atributos, como, por exemplo, confiabilidade, livre de viés e que possibilitem a comparação com outras informações. Em suma, as demonstrações contábeis devem evidenciar informações, atestadas de atributos, capazes de proporcionar aos seus usuários tomadas de decisões mais eficientes (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Tratando especificamente do atributo da relevância, a informação contábil relevante pode ser considerada aquela que altera, no seu usuário, o estado da arte do conhecimento em relação à firma, tendo em vista que, a partir de interpretações, ele a utiliza em seu processo de tomada de decisão (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Em outras palavras, seguindo o

Pronunciamento Técnico 00 (R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2019), a relevância se refere à capacidade da informação em fazer a diferença nas decisões dos usuários, apenas sendo possível se a informação tiver valor preditivo e/ou valor confirmatório.

A predição é obtida se, por meio das informações disponíveis, for possível prever resultados futuros. Por outro lado, a informação contábil tem valor confirmatório se ela servir de *feedback*, isto é, confirmar ou alterar as informações prévias. Portanto, para ser relevante, a informação tem que ser oportuna e ter valor preditivo ou valor de *feedback* ou ambos (CPC, 2019).

É importante lembrar que a relevância é afetada pela materialidade. Uma informação é material se a sua omissão ou a divulgação distorcida puder ser capaz de influenciar as decisões econômicas dos usuários. Complementando, conforme o CPC 00 (R2), não é adequado especificar um limite quantitativo uniforme para definição da materialidade ou predeterminar o que seria julgado material em uma situação particular, ou seja, a materialidade deve ser julgada nas circunstâncias específicas de sua omissão ou distorção (CPC, 2019).

Outro atributo da informação contábil é a representação fidedigna, que requer que a informação seja capaz de representar com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar, e, para isto, é necessário que a informação seja completa, neutra e livre de erros. De acordo com o CPC 00 (R2), a informação, para ser completa, necessita incluir itens, fatos, circunstâncias, descrições e explicações que contribuam para a compreensão do fenômeno retratado, ou seja, deve conter o necessário para que o usuário compreenda o fenômeno que está sendo retratado (CPC, 2019). Por sua vez, a neutralidade, conforme Hendriksen e Van Breda (1999), está relacionada à presunção de que uma informação não deverá ter viés na direção de um resultado predeterminado, isto é, a informação não deve ser divulgada para favorecer a uma das partes em detrimento da outra. E, ainda de acordo com o CPC 00 (R2), a informação livre de erro é aquela em que não há erros ou omissões no fenômeno retratado, e que o processo utilizado para produzir a informação foi selecionado e aplicado livre de erros (CPC, 2019).

Além dos atributos da informação contábil descritos anteriormente, a qualidade da informação contábil pode ser melhorada por meio de outras características, conforme detalha o CPC 00 (R2), sendo eles a comparabilidade, a verificabilidade, a tempestividade e a compreensibilidade (CPC, 2019). Foco da presente tese e discutida com maior propriedade na seção 2.3 do presente trabalho, a comparabilidade é descrita como a característica qualitativa que permite que os usuários identifiquem e compreendam similaridades e diferenças entre itens contidos nas informações divulgadas pela entidade comparando-os com informações similares sobre outras entidades ou sobre a própria entidade em períodos diferentes (CPC, 2019).

A verificabilidade é o atributo que permite aos usuários atestar a representação fidedigna do fenômeno econômico que se propõe representar, ou seja, é possível que diferentes observadores possam chegar a um consenso quanto à representação fidedigna do retrato de uma realidade econômica em particular, ainda que não cheguem necessariamente a um completo acordo. Já a tempestividade significa que a informação contábil deve estar disponível a seus usuários a tempo de poder influenciá-los em suas tomadas de decisão. Por fim, a informação deve ser divulgada de forma clara e concisa, de modo a ser compreensível. É importante salientar que há fenômenos complexos que não podem ser excluídos dos relatórios e, portanto, por vezes, será necessária a ajuda de consultores que contribuam para a compreensão da informação (CPC, 2019).

No que se refere aos atributos qualitativos da informação contábil, a verdade é que os principais órgãos normativos da contabilidade (o FASB e o IASB) defendem que os relatórios contábeis busquem proporcionar informações que sejam cada vez mais capazes de melhorar as tomadas de decisões por partes do usuários em geral, mediante a elaboração de demonstrativos contábeis de qualidade. A melhoria no conteúdo informacional, proposta por esses órgãos, busca conduzir medidas de desempenho econômico-financeiro capazes de transparecer melhor as transações e negócios realizados pelas firmas (MARTINS; PAULO, 2014).

Em se tratando especificamente do mercado de capitais, Healy e Palepu (2001) afirmam que a informação contábil torna-se relevante para os usuários externos à medida que contribui com a redução da assimetria informacional, possibilitando aos investidores e potenciais investidores a capacidade de tomar decisões em nível informacional semelhante ao dos *insiders*. De forma semelhante, Leuz e Verrecchia (2000) defendem que o comprometimento de todos os *players* de um mercado de capitais em buscar melhorar o ambiente informacional pode levar a uma redução da assimetria informacional entre os agentes internos à entidade e os credores ou potenciais investidores, fazendo com que o custo de capital das firmas também reduza. De fato, é de se esperar que uma maior transparência e qualidade na evidenciação de informações contábeis tende a reduzir a seleção adversa, diminuindo o custo de capital das firmas, já que a incerteza em relação ao valor do patrimônio dessas firmas também reduz.

Diante dessa discussão sobre o papel da informação contábil no custo de capital, verifica-se, ao analisar a literatura, basicamente duas linhas teóricas que fornecem possíveis explicações para tal relação. A primeira, mais antiga e tradicional, sugere que a redução do custo de capital acontece pela redução do risco sistemático (BARRY; BROWN, 1985; HANDA; LINN, 1993; CLARKSON; GUEDES; THOMPSON, 1996; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007). A segunda linha teórica, mais recente, tenta explicar a redução do custo

de capital por meio do equilíbrio entre informação privada e informação pública fornecida ao mercado de capitais (EASLEY; O'HARA, 2004).

O primeiro constructo sugere que a qualidade da informação pode reduzir o custo de capital das firmas mediante a redução na estimação do risco sistêmico. Essa linha de pensamento parte do pressuposto que o valor de uma firma é resultante dos fluxos de caixa esperados ou dividendos futuros e da respectiva taxa de retorno associada, relacionando-se os riscos inerentes à negociação. Assim sendo, os investidores utilizam das informações disponíveis no mercado para estimar tais fluxos de caixa futuros das firmas, sendo a informação contábil um dos vetores utilizados na realização das projeções por parte dos investidores.

Portanto, segundo essa linha teórica, a divulgação de informações contábeis tem o potencial de reduzir o nível de incerteza a respeito desses fluxos futuros, reduzindo, assim, o componente relacionado ao risco utilizado para trazer tais fluxos a valores presentes, que, no caso, é taxa mínima de atratividade exigida pelos investidores ou o custo de capital próprio. Em suma, acredita-se que a qualidade das informações contábeis divulgadas possa reduzir o custo de capital próprio. Essa é uma linha desenvolvida e compartilhada por Barry e Brown (1985), Handa e Linn (1993), Clarkson, Guedes e Thompson (1996) e, mais recentemente, Lambert, Leuz e Verrecchia (2007).

Na segunda linha, com uma proposta teórica mais recente, Easley e O'Hara (2004) desenvolveram um modelo de precificação de ativos, no qual identificaram que a natureza da informação, se pública ou privada, afeta diferentemente o custo de capital das firmas, tendo os investidores exigido um retorno maior para manter ações em ambientes com maiores informações privadas, bem como com informações públicas de baixa relevância. A ideia defendida pelos autores parte da presunção de que os investidores não informados exigem um retorno mais alto em uma situação de assimetria informacional, tendo em vista que a informação privada induz uma forma de risco sistemático e, portanto, tais investidores exigem compensação por suportar esse risco, já que os investidores informados possuem maior capacidade de alterar o portfólio ao incorporar novas informações privadas nas decisões.

Easley e O'Hara (2004) ainda destacam que a informação contábil tem o poder de melhorar ou reduzir esse desequilíbrio informacional em ambientes econômicos em que as informações privadas são preponderantes, tendo os padrões contábeis papel fundamental em diminuir esse elemento do risco sistemático. Assim sendo, os autores chegaram à conclusão de que a quantidade e a qualidade das informações afetam os preços das ações, resultando em diferenças nas taxas de retorno exigidas, ou seja, o custo de capital das empresas.

Dessa maneira, quando as firmas divulgam informações financeiras de baixa qualidade, os investidores tendem a exigir um retorno esperado maior, cuja finalidade é justamente de se proteger de decisões baseadas em informações de baixa qualidade. Portanto, a qualidade das informações pode ter um efeito significativo no custo de capital próprio (EASLEY; O'HARA, 2004; LEUZ; VERRECCHIA, 2005), tendo várias evidências empíricas relevantes que investigaram a relação entre a qualidade da informação contábil e o custo de capital (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE 2002; BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003; FRANCIS *et al.*, 2004).

Botosan (1997) investigou se o nível de *disclosure* afetava o custo de capital próprio das firmas americanas. A autora criou uma medida de *disclosure* baseada na quantidade de *disclosure* voluntário, cuja amostra, com dados de 1990, totalizava 122 empresas. Em linhas gerais, a autora encontrou evidências que sustentam uma associação entre o custo de capital próprio e o nível de *disclosure*, bem como a indicação de seu efeito relacionado ao acompanhamento por parte dos analistas de mercado. Especificamente para empresas que possuem o acompanhamento de poucos analistas, as evidências sugerem que um maior *disclosure* está associado a um menor custo de capital próprio. Por outro lado, para as empresas com maior acompanhamento por parte dos analistas, não se observou uma relação significativa entre o *disclosure* e o custo de capital próprio.

Botosan e Plumlee (2002) encontraram evidências sustentando que a relação entre o *disclosure* e o custo de capital próprio varia de acordo com o que está sendo divulgado, classificando-o entre um melhor *disclosure* e um *disclosure* oportuno. Os resultados da pesquisa mostraram que: (a) as empresas que forneceram um melhor *disclosure* apresentaram um menor custo de capital próprio em relação às demais; e (b) as empresas que apresentaram um *disclosure* oportuno estavam associadas a um custo de capital próprio mais alto. Concluindo, as autoras afirmam que encontraram uma relação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio, sendo tal relação mais significativa para as empresas que apresentaram um nível de *disclosure* melhor e menos oportuno.

Bhattacharya, Daouk e Welker (2003), utilizando uma amostra de 34 países, criaram uma medida baseada em três propriedades do lucro: suavização dos lucros, aversão à perda e agressividade fiscal. Os autores partiram da hipótese de que essas três dimensões estavam associadas a um baixo conteúdo informacional dos lucros e, conseqüentemente, a um alto custo de capital próprio. Os autores confirmaram a hipótese de pesquisa, na qual constataram que uma diminuição na qualidade informacional das propriedades do lucro está significativamente vinculada a um aumento no custo de capital próprio. Os resultados encontrados, portanto, foram

consistentes ao demonstrar que os investidores percebem e precificam o risco associado à divulgação de medidas de lucros de baixa qualidade informacional.

Francis *et al.* (2004) examinaram a relação entre o custo de capital próprio e sete atributos do lucro. Os atributos do lucro investigados foram: qualidade dos *accruals*, persistência, previsibilidade, suavização, *value relevance*, tempestividade e conservadorismo, sendo os quatro primeiros atributos baseados na contabilidade (já que são estimados utilizando apenas informações contábeis) e os últimos três baseados no mercado (já que são estimados utilizando dados de mercado e informações contábeis). Assim como prevê os modelos teóricos, os autores encontraram uma associação negativa entre a qualidade da informação e o custo de capital próprio, sendo tal relação mais forte para os atributos baseados na contabilidade, em que a qualidade dos *accruals* foi o atributo dominante em termos de efeitos no custo de capital próprio. Por fim, os autores concluíram que a quantidade e a qualidade das informações contábeis, especificamente no que se refere aos atributos do lucro, influencia o custo de capital próprio.

Leuz e Verrecchia (2005) desenvolveram um modelo cujo objetivo era analisar a relação entre a qualidade das informações e o custo de capital das empresas. A proposta seria a de ilustrar como a qualidade das informações influenciava a perspectiva de fluxos de caixa e, conseqüentemente, no custo de capital. Os autores partiram da presunção de que a qualidade das informações afeta a decisão de escolhas de projetos de investimentos por parte dos gestores, que, por sua vez, afetaria o nível dos fluxos de caixa esperados. Os autores concluíram que uma maior qualidade das informações divulgadas pelas firmas melhora a eficiência na alocação de investimentos, levando a um aumento nos fluxos de caixa esperados, sem um aumento proporcional na covariância desses fluxos de caixa, o que tem um efeito negativo no custo de capital das empresas. Portanto, uma maior qualidade das informações permite prever de forma mais adequada os fluxos de caixa esperados, o que reduz o custo de custo das empresas.

Li (2010) investigou o impacto da adoção das IFRS no custo de capital próprio em mais de 1.000 firmas situadas na União Europeia. O autor concluiu que, após a adoção das IFRS, houve uma redução significativa no custo de capital próprio das empresas analisadas. Essa redução no custo de capital próprio é mais significativa nas firmas: (a) situadas em países com forte *enforcement* legal; e (b) que apresentam maior *disclosure* e maior nível de comparabilidade contábil.

Chen *et al.* (2018) investigaram se a qualidade da auditoria afetou o gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, o custo de capital próprio de mais de 3.300 empresas chinesas durante os anos de 2001 a 2004. Os autores partiram da hipótese de pesquisa de que uma maior

qualidade na auditoria reduz o gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, diminui o custo de capital próprio das empresas analisadas. Os resultados encontrados são consistentes com a hipótese proposta, já que as empresas que apresentaram maior qualidade na auditoria foram as que menos gerenciaram resultados e as que ofereceram menor exposição ao risco.

McInnis (2010) investigou o impacto da suavização dos lucros no custo de capital próprio em uma amostra de empresas americanas. Contrariando várias pesquisas até então desenvolvidas, o autor encontrou uma relação positiva entre suavização dos lucros e o custo de capital próprio, ou seja, as empresas que apresentaram os lucros mais voláteis não apresentaram uma maior exposição ao risco, como era esperado. O autor justifica esse resultado ao otimismo dos analistas na formulação das previsões de lucros a longo prazo. No geral, o autor conclui que as evidências encontradas são inconsistentes com a hipótese de que a suavização dos lucros pode levar a um menor custo de capital próprio.

Por outro lado, Barth, Konchitchki e Landsman (2013) investigaram se o nível de transparência dos lucros influencia o custo de capital. Os autores criaram uma *proxy* para transparência dos lucros, em que ela capta até que ponto os lucros e suas alterações influenciam os retornos acionários. Alinhados com o esperado, os autores concluíram que a transparência dos lucros estava negativamente e significativamente associada com o custo de capital, indicando que o nível de transparência dos lucros captura dimensões do custo de capital das firmas.

No Brasil, podem ser encontrados alguns trabalhos na literatura a respeito do tema. Alencar (2005) investigou se o nível de *disclosure* influencia o custo de capital próprio em 222 empresas. A autora concluiu que o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital próprio das empresas analisadas. Além disso, foi constatado que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa não resultou em alteração no custo de capital próprio. A autora justifica os seus achados devido às peculiaridades do mercado brasileiro.

Carvalho (2014) investigou se a adoção das IFRS impactou economicamente o custo de capital próprio das empresas brasileiras de capital aberto. O autor partiu da hipótese de que um aumento na qualidade das informações contábeis divulgadas no mercado, o que era esperado com a adoção das IFRS, contribuiria para a redução da assimetria informacional e, conseqüentemente, na redução do custo de capital próprio. Os resultados não apresentaram indícios de que a obrigatoriedade da adoção das IFRS trouxe reduções nos custos de capital próprio das empresas analisadas.

Com uma proposta metodológica diferente em relação ao trabalho de Carvalho (2014), Silva e Nardi (2017) também investigaram o impacto da adoção das IFRS no custo de capital

próprio das empresas brasileiras de capital aberto. Diferentemente de Carvalho (2014), os autores constataram um aumento significativo na qualidade dos lucros, bem como uma redução significativa no custo de capital próprio das empresas investigadas.

Apoiado no trabalho de Barth, Konchitchki e Landsman (2013), Duarte, Ventura Júnior e Martins (2016) investigaram a relação entre o custo de capital próprio e a transparência dos lucros no mercado brasileiro de capitais entre os anos de 2005 e 2014. A partir dos modelos por regressões quantílicas, os autores concluíram que, quanto maior a transparência dos lucros, menor o custo de capital próprio das empresas investigadas, ou seja, uma relação negativa e significativa entre as variáveis, conforme esperado.

Em suma, conforme a literatura discutida anteriormente, a informação contábil tem função expressiva na determinação do custo de capital das firmas. A hipótese subjacente a esses estudos é que empresas com robustas políticas de divulgação contábil são beneficiadas com redução nos custos de capital. Conforme visto, grande parte dos estudos empíricos confirma essa hipótese, apesar de não haver consenso.

2.3 COMPARABILIDADE CONTÁBIL: CONCEITO E IMPORTÂNCIA

Para se compreender o conceito de comparabilidade contábil de forma mais abrangente, é essencial resgatar a Estrutura Conceitual (*Conceptual Framework for Financial Statements*) emitida pelo IASB (2018, que assim define comparabilidade:

Comparabilidade é a característica qualitativa que permite que os usuários identifiquem e compreendam similaridades dos itens e diferenças entre eles. Diferentemente de outras características qualitativas, a comparabilidade não está relacionada com um único item. A comparação requer no mínimo dois itens.

A primeira parte da definição acima indica que o conceito de comparabilidade contábil deve permitir que os usuários das informações financeiras identifiquem as semelhanças e as diferenças entre os itens evidenciados nas demonstrações contábeis. A segunda parte da definição refere-se ao fato de que a comparação deve ocorrer entre dois ou mais itens, o que diferencia totalmente das outras características qualitativas da informação contábil, que geralmente dizem respeito a um único item. Ainda conforme enfatiza o IASB (2018), as decisões a serem tomadas pelos vários usuários implicam, necessariamente, a escolha entre alternativas de alocações de recursos, de modo que as informações contábeis se tornam mais úteis para seus usuários à medida que puderem ser comparadas com informações contábeis de

outra empresa, bem como comparáveis com as informações contábeis da mesma empresa em períodos anteriores (FASB, 2010; IASB, 2018).

De fato, a comparabilidade é uma característica qualitativa das informações contábeis, cujo objetivo é melhorar a qualidade e utilidade das demonstrações contábeis. Vários autores ressaltam que a comparabilidade genuína dos relatórios financeiros é alcançada quando os sistemas contábeis geram números contábeis similares em circunstâncias econômicas similares, assim como quando os sistemas contábeis geram números contábeis diferentes em circunstâncias econômicas diferentes. Portanto, a comparabilidade contábil também pode ser definida como a similaridade dos resultados oriundos dos sistemas contábeis de duas empresas nas mesmas circunstâncias econômicas (YIP; YOUNG, 2012; BARTH *et al.*, 2012).

Segundo Zeff (2007), a adoção de um mesmo padrão internacional de contabilidade tende a aumentar os níveis de comparabilidade contábil, pois reduz as várias possibilidades de tratamentos contábeis para determinados eventos econômicos. É importante ressaltar que o fato de a comparabilidade aumentar, em virtude da adoção de um mesmo padrão contábil entre países, não quer dizer que a comparabilidade significa o mesmo que uniformidade. A comparabilidade contábil está relacionada à uniformidade, mas ambos os conceitos têm definições diferentes.

Conforme dito anteriormente, a comparabilidade contábil auxilia os usuários a identificar e compreender as semelhanças e diferenças entre os itens das demonstrações financeiras, enquanto a uniformidade significa estar em conformidade com uma regra ou ausência completa de variações na preparação e apresentação dos relatórios financeiros, o que nem sempre pode aumentar a comparabilidade (IASB, 2010; FASB, 2010; DEFOND *et al.*, 2011). É importante salientar que a busca exagerada por uniformidade pode prejudicar a comparabilidade contábil, pois pode acontecer que realidades econômicas diferentes sejam tratadas uniformemente. Portanto, a uniformidade é parte da comparabilidade contábil, pois a comparabilidade pode ser melhorada mediante o aumento da uniformidade, embora sejam diferentes.

Sob o contexto de adoção das IFRS, Durocher e Gendron (2011) afirmam que a comparabilidade contábil sempre foi um argumento-chave utilizado por vários países ao redor do mundo para justificar a decisão de adotá-las. Por exemplo, antes da adoção das IFRS, especificamente, a partir da década de 1970, a União Europeia já se esforçava na busca da harmonização contábil entre seus Estados-membros, promulgando diretrizes contábeis que deveriam ser incorporadas em suas legislações, com o objetivo de alcançar a comparabilidade das informações financeiras (HALLER, 2002). No entanto, na visão de Haller (2002) e Thorel e Whittington (1994), essas iniciativas não foram suficientes para alcançar tal objetivo. E,

assim, por meio do regulamento emitido pela União Europeia obrigando as empresas dos Estados-membros a adotarem as IFRS, o termo comparabilidade foi repetidamente utilizado para que a adoção das IFRS fosse justificada, ainda mais porque iniciativas anteriores nesse sentido fracassaram (UNIÃO EUROPEIA, 2002; HALLER, 2002; THOREL; WHITTINGTON, 1994).

Da mesma forma, a comparabilidade contábil também prevalece no discurso contábil dos Estados Unidos da América (EUA). O então presidente do FASB, Robert Herz, já argumentava que a comparabilidade sempre foi uma das forças motrizes em torno do padrão contábil americano (HERTZ; PETRONE, 2005), e complementou afirmando que, até a década de 1980, a finalidade das normas americanas era proporcionar maior comparabilidade contábil entre as empresas situadas no país, que obtinham financiamento nos mercados de capitais dos EUA. Contudo, com a forte globalização comercial, gerando aumentos nos fluxos de financiamento e investimento entre os países, o foco começou a mudar para a comparabilidade contábil entre as empresas situadas em outros países, que buscavam recursos financeiros no mercado americano (HERTZ; PETRONE, 2005).

Nessa mudança de objetivos, no início dos anos de 1990, o FASB revisou a sua missão como principal órgão normatizador contábil dos EUA, ao incorporar a busca por comparabilidade contábil internacional no mesmo patamar da melhoria da qualidade dos relatórios financeiros (HERTZ; PETRONE, 2005). Dando um passo importante em busca de tal objetivo, por meio do Acordo de Norwalk, o FASB reconheceu o seu compromisso mútuo de buscar a convergência do padrão americano para o internacional, cuja finalidade principal seria aumentar a comparabilidade contábil entre os países e a qualidade dos padrões utilizados nos EUA (FASB; IASB, 2006).

Cabe destacar que o conceito e a importância da comparabilidade contábil podem ser observados sob várias dimensões, conforme as diferentes necessidades das partes interessadas. Sob uma primeira dimensão, os usuários da informação contábil podem estar interessados na comparabilidade contábil de uma entidade específica. Sob a perspectiva longitudinal de uma única entidade, a comparabilidade contábil pode produzir uma noção de como e se alguns itens das demonstrações contábeis mudaram ao longo do tempo. De fato, a consistência nas escolhas contábeis de uma empresa ao longo dos períodos assegura, por exemplo, aos acionistas a monitoração dos seus recursos alocados mediante o acompanhamento das mesmas medidas de lucro (KIESO; WEYGANDT; WARFIELD, 2011).

Sob uma segunda dimensão, os usuários das demonstrações contábeis podem estar interessados em comparar uma determinada empresa com seus pares em um dado momento.

Essa perspectiva transversal é de suma importância, por exemplo, para os intermediários do mercado de capitais, como os analistas financeiros, que têm como uma de suas tarefas a comparação de múltiplos contábeis, a fim de elaborar suas recomendações de compra e venda. Outros usuários, como, por exemplo, auditores, poderiam estar interessados em comparar uma determinada empresa com seus pares com o intuito de averiguar os pressupostos de mensuração de certos itens contábeis baseados em estimativas, a exemplo das estimativas de mensuração baseadas no valor justo (KIESO; WEYGANDT; WARFIELD, 2011; FRANKEL; LEE, 1998; LIBBY; LIBBY; SHORT, 2009).

Alinhada à dimensão anterior, os usuários da informação contábil, ainda, poderiam estar interessados na comparabilidade contábil de empresas que operam em diferentes jurisdições. Dessa forma, a comparabilidade contábil se torna essencial para os investidores e potenciais investidores que operam ou buscam operar em um portfólio internacionalmente diversificado. Embora existam relevantes diferenças institucionais entre os países, a adoção de um único padrão contábil tende a facilitar e atrair investimentos estrangeiros, uma vez que regras, princípios e métodos contábeis mais semelhantes devem ser percebidos e interpretados com mais facilidade.

Nesse mesmo sentido, o Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW, 2015) relata a existência de dois fluxos de benefícios produzidos pela comparabilidade contábil: (a) redução no custo de coleta de informações e análise das demonstrações contábeis; e (b) aumento da transparência. De fato, se as empresas estiverem adotando sistemas contábeis semelhantes, torna-se mais fácil para os investidores compreender e comparar as informações contábeis, reduzindo o custo de análise das demonstrações. Além disso, como os investidores tendem a analisar uma empresa utilizando outras empresas do mesmo setor ou até similares, cria-se a demanda por informações mais comparáveis entre as empresas, o que, de certa forma, tende a aumentar o *disclosure* informacional das companhias (ICAEW, 2015).

Em suma, considerando-se o que foi até aqui exposto, percebe-se a importância da comparabilidade contábil, especialmente no que se refere à avaliação das oportunidades de alocação de recursos, tendo em vista que os investidores e credores precisam comparar os números contábeis de uma empresa com outra nas mesmas circunstâncias econômicas subjacentes. Portanto, pode-se concluir que a comparabilidade é uma característica da informação contábil que busca melhorar a qualidade da informação utilizada pelos investidores, credores e outros usuários interessados em tomar decisões.

2.4 AMBIENTE COMPETITIVO E SEU IMPACTO NA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

A competitividade, no mercado, é considerada como uma das principais forças econômicas em direção à eficiência das firmas. De fato, um ambiente competitivo pode disciplinar os gestores, visando aumento do valor da firma mediante uma gestão mais eficiente (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Conforme a literatura, um ambiente mais competitivo traz uma série de benefícios, destacando-se os seguintes: exerce mecanismo disciplinador em relação as decisões dos gestores (GIROUD; MUELLER, 2011; HART, 1983); aumenta a disponibilidade de informações, o que também facilita o monitoramento dos gestores (ALI; KLASA; YEUNG, 2014); minimiza a probabilidade de gerenciamento de resultados reais (LIAO; LIN, 2016; SHI; SUN; ZHANG, 2017); busca a maximização do valor das empresas, por parte dos gestores, já que o risco de falência aumenta (HART, 1983); diminui a assimetria informacional entre os participantes de mercado, aumentando, assim, a qualidade do ambiente informacional (HART, 1983; ALI; KLASA; YEUNG, 2014; CHHAOCHHARIA *et al.*, 2017).

Giroud e Mueller (2011) investigaram o papel da competição e da governança corporativa no processo de avaliação de ativos. Em resumo, os autores encontraram evidências que sustentam a superioridade do nível de competição no mercado, como exercício de efeito disciplinador para os gestores, em comparação às práticas de governança corporativa, no que se refere ao processo de avaliação de ativos por investidores. Os resultados mostraram que os investidores subestimam os efeitos da governança corporativa em setores com baixa competitividade. Por outro lado, os investidores antecipam completamente os efeitos da governança em setores mais competitivos. Portanto, os autores concluíram que a competição exerce um papel importante como mecanismo externo de governança.

Hart (1983) defende que a competição de mercado reduz problemas relacionados a assimetria informacional e custos de agência. O autor criou um modelo para explicar que a competitividade ajuda a reduzir a assimetria informacional, uma vez que o ambiente competitivo facilita, por parte dos proprietários, a comparação dos resultados contábeis de outras empresas, usando-as como referência. Segundo o autor, esse *benchmarking* tem a força de reduzir o problema da assimetria informacional.

Corroborando a pesquisa de Hart (1983), Chhaochharia *et al.* (2017) concluíram que a competitividade, no mercado, reduz os conflitos de agência. Conforme os achados, as empresas situadas em setores menos competitivos são menos eficientes em relação às empresas mais competitivas. Além disso, revelou-se que a competição também pode ser considerada um mecanismo externo de governança, já que as empresas situadas em setores menos competitivos

apresentaram maior probabilidade de aplicação de mecanismos mais rígidos de governança, visando alinhar os interesses entre gestores e acionistas.

Ali, Klasa e Yeung (2014) investigaram a relação entre a competição e políticas de divulgação corporativa. Os principais resultados encontrados sustentam que as empresas situadas em ambientes menos competitivos divulgam menos e evitam financiamentos externos, justamente porque se exige uma maior divulgação de informações. Especificamente, os autores encontraram evidências de que as empresas situadas em ambientes menos competitivos divulgam menos e com baixa qualidade as previsões de lucros dos administradores, os analistas de mercado as classificam com baixo *rating disclosure* e estão situadas em um ambiente informacional ruim.

Almeida (2010), utilizando dados de empresas brasileiras de capital aberto, concluiu que o nível de competição pode contribuir para que as firmas divulguem demonstrações contábeis de qualidade superior (no caso, mais tempestivas e conservadoras), especialmente se as firmas adotarem práticas diferenciadas de governança corporativa. Resultados semelhantes foram encontrados por Bastianello (2012), também utilizando dados de empresas brasileiras de capital aberto.

Conforme o que foi discutido anteriormente, em linhas gerais, uma parte da literatura defende que o ambiente mais competitivo aumenta a qualidade e a quantidade das informações divulgadas, reduzindo, assim, a assimetria informacional entre os participantes de mercado, tornando mais eficiente o monitoramento dos gestores por parte dos usuários externos.

Embora uma parte das evidências empíricas sugira um impacto positivo da competitividade, há uma corrente na literatura que afirma que, à medida que o ambiente se torna mais competitivo, as empresas relutam em divulgar informações privadas ao mercado (ZEGHAL, 1983; DARROUGH; STOUGTON, 1990); menor é a probabilidade de divulgar informações por segmentos de negócios (HARRIS, 1998; BOTOSAN; STANFORD, 2005) e a divulgação das previsões de lucro são menos específicas (BAMBER; CHEON, 1998). A principal justificativa para esse comportamento dos gestores se refere ao risco operacional e estratégico em divulgar informações mais completas e detalhadas, já que os setores mais competitivos possuem barreiras menores de entrada.

Zeghal (1983) testou a hipótese de que a divulgação de demonstrações contábeis por firmas situadas em ambientes mais competitivos fornece informações de menor qualidade em comparação às firmas situadas em ambientes mais concentrados. Os resultados da pesquisa confirmam a hipótese proposta, concluindo, portanto, que o conteúdo informacional das demonstrações contábeis é afetado positivamente pelo nível de competição do mercado. Por

fim, o autor sugere que os órgãos de regulamentação contábil leve em consideração não apenas as características das empresas, mas, também, do setor em que elas atuam, no que diz respeito ao processo de regulamentação das normas contábeis.

Darrough e Stoughton (1990) investigaram os incentivos à divulgação voluntária de *proprietary information*, que são, basicamente, informações estratégicas sobre as firmas. Os autores concluíram que setores com baixos níveis de entrada, geralmente os setores mais competitivos, apresentam um custo de *disclosure* das *proprietary informations* maior, já que um ambiente mais competitivo desencoraja as firmas de divulgarem tais informações. Além disso, conforme o modelo desenvolvido, a divulgação de informações positivas sobre a gestão estratégica induz os concorrentes a buscar um melhor desempenho gerencial, fazendo com que o *disclosure* diminua e se torne mais dispendioso.

Harris (1998) encontrou evidências de que os gestores de firmas situadas em setores mais competitivos preferem não divulgar informações por segmento, dado o alto nível de concorrência que a empresa se encontra. Corroborando essa perspectiva, Bamber e Cheon (1998) descobriram que os gestores de empresas situadas em setores com maior nível de concorrência, com custos de informações mais altos, em média, emitem previsões de lucros menos específicas. Botosan e Stanford (2005) encontraram evidências que as empresas situadas em um ambiente mais competitivo tendem a reter informações, além de emitir pareceres buscando transmitir como se tivessem tido um desempenho abaixo da concorrência. As autoras atribuem esse comportamento dos gestores parece estar motivado pelo desejo de proteger os lucros.

Conforme a discussão anterior, um ambiente competitivo pode levar ao surgimento de assimetria informacional entre os gestores das firmas e as partes interessadas, já que elas tendem a não divulgar informações adequadas, podendo até divulgar informações distorcidas. Nessa situação, os investidores, com acesso a informações incompletas e de baixa qualidade, apresentam dificuldade de monitorar as decisões de negócios por parte dos gestores, bem como de tomar decisões a respeito de investimentos, exigindo, assim, um custo de capital próprio maior.

2.5 ESTUDOS ANTERIORES ENVOLVENDO COMPARABILIDADE CONTÁBIL

2.5.1 Comparabilidade contábil e suas consequências econômicas

Esta seção apresenta estudos anteriores que examinaram as consequências econômicas da comparabilidade contábil. De fato, vários estudos investigaram as consequências

econômicas da comparabilidade contábil, tornando-se um tema de bastante interesse de pesquisa nos últimos anos. Em linhas gerais, os achados mostram que a comparabilidade contábil é benéfica para o funcionamento dos mercados de capitais e de dívidas. Além disso, a maior parte dos estudos se concentra na investigação da comparabilidade contábil em um único ambiente informacional, como é o caso deste trabalho, enquanto que um número menor de pesquisas examina a comparabilidade contábil entre países.

Considerando os fundamentos teóricos para o uso de múltiplos de mercado para fins de *valuation*, o estudo de Bhojraj e Lee (2002) buscou desenvolver uma técnica mais sistemática para selecionar empresas mais comparáveis, com base nas características de lucratividade, crescimento e risco. Em linhas gerais, as empresas mais comparáveis seriam aquelas em que o múltiplo garantido (*warranted multiple*) desenvolvido pelos autores fosse mais próximo da empresa-alvo. Os autores descobriram que o método desenvolvido por eles para selecionar as empresas mais comparáveis apresentou maior precisão no *valuation* por múltiplos em relação a outras técnicas amplamente utilizadas pelo mercado para selecionar empresas.

Com resultados similares aos de Bhojraj e Lee (2002), Young e Zeng (2015) examinaram a relação entre a comparabilidade contábil e o desempenho no *valuation* por múltiplos, em 15 países da União Europeia, durante o período em torno da adoção das IFRS. Os autores utilizaram o mesmo método (*warranted multiple*) proposto por Bhojraj e Lee (2002), e os resultados demonstraram que o desempenho do *valuation* por múltiplos foi aprimorado em consequência do aumento nos níveis de comparabilidade contábil entre os países investigados, melhorando, assim, significativamente a seleção das empresas pares.

Ainda considerando a linha de estudos sobre *valuation*, Chen *et al.* (2018) examinaram se investidores tomam melhores decisões de aquisição em processos envolvendo combinações de negócios, quando os relatórios financeiros das empresas-alvo exibem maior nível de comparabilidade contábil em relação às empresas do mesmo setor. Os autores constataram que os adquirentes tomam decisões de aquisição mais lucrativas quando as demonstrações contábeis das empresas-alvo são mais comparáveis contabilmente. Além disso, os autores descobriram que a probabilidade de acontecer uma desvalorização do ágio e um desinvestimento pós-aquisição são menores nas empresas com maior nível de comparabilidade contábil. Em suma, os autores concluíram que a comparabilidade contábil ajuda significativamente os investidores a tomarem as melhores decisões de investimento em um processo de combinação de negócios, promovendo uma alocação de capital mais eficiente.

Shane, Smith e Zhang (2019) examinaram a relação entre a comparabilidade contábil e a valorização das ofertas públicas de ações (*seasoned public offerings*). Os autores encontraram

evidências de que a comparabilidade contábil permite aos investidores avaliar melhor o desempenho das companhias ofertadoras e das empresas pares, reduzindo a possibilidade de manipulação das percepções dos investidores sobre os valores intrínsecos das companhias. Em linhas gerais, os autores concluíram que a comparabilidade contábil tem a capacidade de contribuir nas decisões de investimentos em processos de ofertas públicas de ações.

Kim *et al.* (2016) investigaram o impacto da comparabilidade contábil sobre o risco de *crash*. Os autores descobriram que o risco de *crash* diminui à medida que os níveis de comparabilidade contábil aumentam. É importante destacar que tal relação é mais forte em ambientes informacionais que apresentam, por parte de seus administradores, retenção de informações ruins sobre as empresas. Nesse contexto, os autores concluíram que a comparabilidade contábil apresenta papel primordial na suavização da assimetria informacional, no que se refere à divulgação de notícias boas e ruins.

Alguns estudos encontraram evidências de que a comparabilidade contábil foi considerada benéfica para os mercados de dívida. Utilizando informações de empresas dos EUA, no período entre 1992 e 2008, Fang *et al.* (2016) investigaram o papel da comparabilidade contábil na contratação de empréstimos no mercado de dívida privada. Os autores encontraram uma relação negativa entre a comparabilidade contábil e o custo da dívida. Além disso, constataram que as empresas com maior comparabilidade em seus relatórios financeiros conseguiram concluir mais rapidamente todo o processo de obtenção dos empréstimos. Em conjunto, esses resultados são consistentes com a visão de que a comparabilidade das demonstrações financeiras desempenha um papel importante em dirimir a assimetria de informação no mercado de dívidas.

Kim, Kraft e Ryan (2013) encontraram resultados semelhantes aos de Fang *et al.* (2016), porém no mercado de dívida pública. Os autores investigaram a influência da comparabilidade contábil na liquidez dos títulos e nos *spreads* de créditos. Primeiramente, os resultados apontaram uma associação positiva entre a comparabilidade contábil e a liquidez dos títulos, indicando que tal característica da informação contábil reduz a assimetria informacional nos mercados de dívida. Em segundo lugar, os resultados apontaram uma relação negativa entre a comparabilidade contábil e os *spreads* de créditos, indicando implicações de tal característica qualitativa da informação contábil na precificação dos títulos. Em linhas gerais, os autores concluíram que a comparabilidade contábil reduz a incerteza dos participantes do mercado de dívida, bem como o risco de crédito das empresas.

Alguns artigos encontraram evidências de que a comparabilidade contábil influencia o desempenho dos analistas. Realizado apenas com dados de empresas americanas, o artigo de

DeFranco, Kothari e Verdi (2011) foi um dos primeiros a investigar diretamente os benefícios da comparabilidade contábil sobre o desempenho dos analistas. Os autores desenvolveram um modelo empírico que buscou medir a comparabilidade contábil baseado em semelhanças e diferenças nos mapeamentos entre lucros (*proxy* para o resultado da demonstração financeira) e retornos de ações (*proxy* para eventos econômicos considerados insumos para os sistemas contábeis). Ao definir o sistema contábil como uma função dos eventos econômicos em relação às demonstrações financeiras, a similaridade dos sistemas contábeis é medida pela proximidade da função de similaridade dos lucros e retornos. Em outras palavras, dado o mesmo conjunto de eventos econômicos, sistemas contábeis mais comparáveis produzem lucros semelhantes. Em linhas gerais, os autores demonstraram que os analistas de mercado se beneficiam de uma maior comparabilidade contábil, pois tal característica está positivamente associada à cobertura dos analistas e com a acurácia das previsões de lucros, como também relacionada negativamente à dispersão das previsões de lucro. Em suma, os autores descobriram que uma maior comparabilidade contábil reduz o custo de aquisição de informações e melhora o ambiente informacional das empresas americanas.

Utilizando dados entre 1998 e 2004 de uma amostra com 49 países, Bae, Tan e Welker (2008) descobriram que as diferenças entre os padrões contábeis de cada país reduzem a comparabilidade contábil, diminuindo, conseqüentemente, a precisão das previsões de lucros dos analistas. Os autores concluíram afirmando que, para eventos econômicos semelhantes, a diversidade de tratamentos contábeis afeta o desempenho dos analistas de mercado, mesmo eles sendo usuários sofisticados das demonstrações financeiras, especializados em coletar, analisar e disseminar as informações contábeis.

Analisando uma amostra formada apenas com empresas americanas, Bradshaw, Miller e Serafeim (2009) buscaram verificar se as diferenças nas escolhas contábeis afetam as previsões dos analistas de mercado. Os autores construíram um índice que busca medir a diferença entre as possibilidades de escolhas contábeis considerando uma determinada empresa em relação às empresas pares do setor. Os resultados encontrados sustentam que o uso de métodos contábeis atípicos está associado a uma menor acurácia e uma maior dispersão nas previsões de lucros dos analistas de mercado, consistente com a ideia de que a variação nos procedimentos contábeis (baixa comparabilidade contábil) impõe custos de processamentos das informações aos usuários externos (BRADSHAW; MILLER; SERAFEIM, 2009).

Nell (2017) examinou o impacto da comparabilidade contábil sobre a liquidez de mercado, desempenho de *valuation* e previsões de lucros dos analistas, em uma amostra com 23 países europeus que adotaram as IFRS. Os resultados indicaram que as empresas com

maiores níveis de comparabilidade contábil apresentaram aumentos na liquidez, no desempenho de *valuation* e no desempenho dos analistas. É importante ressaltar que alguns fatores institucionais investigados, como, por exemplo, transparência do ambiente informacional e *enforcement* legal, não influenciaram os resultados encontrados. Em suma, os autores concluíram que a melhoria encontrada nos níveis de comparabilidade contábil entre países influencia significativamente os benefícios econômicos esperados com a adoção das IFRS, incluindo o desempenho dos analistas.

Petaibanlue, Walker e Lee (2015) investigaram a relação entre a comparabilidade contábil e o desempenho dos analistas em torno da adoção das IFRS em toda a União Europeia. Os autores descobriram que as melhorias no desempenho dos analistas, após a adoção das IFRS, estão positiva e significativamente relacionadas ao aumento da comparabilidade contábil entre os países. Além disso, os autores verificaram que a relação positiva entre comparabilidade contábil e desempenho dos analistas é mais forte para as empresas situadas em países com padrões contábeis (pré-IFRS) mais próximos do padrão internacional.

Por fim, tratando especificamente sobre a temática da presente tese, Imhof, Seavey e Smith (2017) investigaram a relação entre comparabilidade contábil e o custo de capital próprio, controlando outras características qualitativas da informação contábil. Em suma, os autores concluíram que, quanto maior o nível de comparabilidade contábil, menor o custo de capital próprio. Ao controlar outras características qualitativas da informação contábil, a associação negativa entre as variáveis continua permanente, ou seja, evidenciando que a comparabilidade contábil possui conteúdo informacional independente das outras características qualitativas investigadas. Por fim, os autores descobriram que os benefícios associados à comparabilidade contábil são mais evidentes nas empresas com ambientes de informação menos transparentes e cujas ações são negociadas em mercados menos competitivos.

2.5.2 Comparabilidade contábil e adoção das IFRS

Esta seção apresenta estudos anteriores que examinaram o efeito da adoção das IFRS sobre a comparabilidade contábil em diferentes países. Os estudos são basicamente divididos considerando-se o período pré-IFRS e pós-IFRS. Em linhas gerais, os trabalhos pré-IFRS (cujo período de análise é anterior ao momento da adoção das IFRS) evidenciam que, ao longo do tempo, os padrões contábeis locais de diferentes países já vinham se tornando semelhantes cada vez mais, sinalizando o correspondente aumento na comparabilidade contábil entre países. Os trabalhos pós-IFRS (cujo período de análise é posterior ao momento da adoção das IFRS)

investigam se realmente a adoção de um único padrão contábil internacional (IFRS) ocasionou aumentos na comparabilidade contábil. Por fim, discutiram-se alguns estudos que exploraram a convergência entre os padrões internacional (IFRS) e americano (Generally Accepted Accounting Principles in the United States (US GAAP)) e, conseqüentemente, sua influência na comparabilidade contábil.

Em linhas gerais, investigando-se o período anterior à adoção das IFRS, dois estudos (LAND; LANG, 2002; BEUSELINCK; JOOS; VAN DER MEULEN, 2008) documentaram uma tendência no aumento da comparabilidade contábil entre países. Land e Lang (2002) descobriram que os padrões contábeis locais de vários países estavam ficando cada vez mais similares ao longo do tempo, ocasionando melhorias na comparabilidade contábil entre as empresas situadas em vários países.

De forma mais abrangente, Beuselinck, Joos e Van der Meulen (2008) investigaram os níveis de comparabilidade contábil ao longo do tempo entre países situados na Europa e quais são os determinantes (no âmbito da empresa e do país) dessa característica qualitativa. Primeiramente, os autores descobriram aumentos significativos nos níveis de comparabilidade (relação entre *accruals* e fluxos de caixa) entre os países e ao longo do tempo. Em seguida, os autores identificaram, considerando-se apenas os fatores específicos da empresa, que a comparabilidade contábil é significativamente afetada pelo tamanho e alavancagem operacional. Por outro lado, considerando-se apenas os fatores específicos do país, a comparabilidade contábil é afetada pelo desenvolvimento do mercado de ações, principal fonte de financiamento das empresas e nível de *enforcement* legal.

Brochet, Jagolinzer e Riedl (2013) examinaram o impacto da adoção obrigatória das IFRS sobre a comparabilidade contábil no Reino Unido. A comparabilidade foi medida pelo volume de transferência de informações entre as empresas adotantes e não adotantes das IFRS. Os autores assumiram a hipótese de que, após a adoção das IFRS, a demanda por informações privadas reduziria e aumentaria a demanda por informações públicas. Essa hipótese foi sustentada pelo fato de os investidores terem acesso a informações mais qualificadas para avaliar o desempenho das empresas, bem como porque teriam a possibilidade de comparar empresas que usavam o mesmo padrão contábil. Os autores concluíram que a adoção das IFRS trouxe benefícios ao mercado de capitais, por meio da melhoria na comparabilidade contábil, que, conseqüentemente, fez reduzir a capacidade dos *insiders traders* de explorarem o uso de informações privadas, reduzindo, assim, os retornos anormais obtidos.

Yip e Young (2012) investigaram a comparabilidade contábil em torno da adoção das IFRS em 17 países da União Europeia. Os autores mensuraram a comparabilidade mediante

três *proxies*: (a) similaridade da função contábil, seguindo o modelo desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011); (b) grau de transferência de informações; e (c) similaridade entre lucro e patrimônio líquido. E concluíram que a comparabilidade contábil aumentou entre os países investigados após a implementação das IFRS, o que beneficiou os investidores na análise de demonstrativos contábeis em condições econômicas e industriais semelhantes.

Outro importante estudo a respeito do impacto da adoção das IFRS sobre a comparabilidade contábil foi realizado por Cascino e Gassen (2015), com dados de empresas situadas em países da Europa. Os autores mensuraram a comparabilidade mediante a similaridade da função contábil, seguindo o modelo desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011). Os resultados encontrados revelaram que a adoção das IFRS não impactou significativamente a comparabilidade contábil, apresentando apenas efeito marginal, contudo, mostraram que a comparabilidade contábil difere entre as empresas e países conforme a qualidade de implementação das IFRS e o *enforcement legal*.

Resultados semelhantes ao de Cascino e Gassen (2015) foram encontrados no estudo realizado por Daske *et al.* (2008), que examinaram, em 26 países, o efeito das IFRS sobre liquidez, custo de capital e valor de mercado. Os autores descobriram, em torno do período da adoção das IFRS, aumento da liquidez do mercado de capitais, redução no custo de capital das empresas e aumento no valor de mercado das firmas. É importante salientar que tais resultados foram mais consistentes para as empresas mais comparáveis e situadas em países onde o *enforcement legal* é mais forte. Além disso, os autores descobriram que os resultados encontrados foram mais consistentes para as empresas com os maiores níveis de comparabilidade.

Em torno da adoção das IFRS em vários países, Lang, Maffett e Owens (2010) investigaram as alterações na comparabilidade contábil e seus efeitos sobre o ambiente informacional das empresas. Os autores utilizaram duas medidas para mensurar a comparabilidade contábil. Enquanto os resultados da primeira métrica mostraram um aumento na comparabilidade, os resultados da outra métrica mostraram uma diminuição. É importante ressaltar que a primeira métrica estava mais relacionada ao conceito de comparabilidade contábil e a segunda ao conceito de uniformidade. Dessa forma, os autores relataram que padrões contábeis uniformes não aumentam a comparabilidade contábil. Por fim, concluíram afirmando que a diminuição da comparabilidade pode ser justificada pelo fato de as IFRS não levarem em conta o ambiente econômico de cada país.

Utilizando dados de empresas situadas na União Europeia, DeFond *et al.* (2011) investigaram se a adoção das IFRS melhora a comparabilidade contábil e, conseqüentemente,

aumenta o volume de investimentos internacionais. Os autores concluíram que a comparabilidade contábil aumentou após a adoção das IFRS, resultando em uma maior participação de fundos mútuos estrangeiros. Importante ressaltar que os achados descritos anteriormente foram encontrados apenas nas empresas situadas em países com forte credibilidade na implementação das IFRS e nas que apresentaram um aumento no número de empresas pares do mesmo setor.

Investigando 15 países da Europa, Jayaraman e Verdi (2014) também encontraram evidências de que a comparabilidade contábil aumentou após a adoção das IFRS. Além disso, os pesquisadores documentaram, também, um aumento na comparabilidade contábil após a introdução do euro, confirmando que uma maior interação econômica também influencia e gera incentivos por relatórios financeiros mais comparáveis. De fato, os resultados corroboram a visão de que os incentivos econômicos complementam os padrões contábeis na obtenção de uma maior comparabilidade contábil.

Barth *et al.* (2012) analisaram o impacto do aumento das semelhanças das normas internacionais e americanas sobre a comparabilidade contábil. Os autores descobriram que os relatórios financeiros das empresas não americanas e adotantes das IFRS se tornaram mais comparáveis com os relatórios financeiros das empresas americanas que usam o padrão US GAAP. Tal achado sugere que o projeto conjunto do FASB e do IASB de convergirem seus padrões contábeis, juntamente com a colaboração dos reguladores dos mercados de capitais, levou a uma melhoria na comparabilidade contábil preparada conforme os padrões internacional e americano.

Em outro estudo semelhante, Barth *et al.* (2018) examinaram se a adoção voluntária das IFRS por empresas americanas poderia ter um impacto sobre a comparabilidade e, consequentemente, gerar benefícios econômicos no contexto do mercado de capitais. Os autores descobriram que os relatórios financeiros das empresas adotantes das IFRS voluntariamente são mais comparáveis e apresentaram maiores benefícios econômicos no mercado de capitais, especificamente no que se refere ao aumento da liquidez e da qualidade das informações divulgadas sobre a entidade.

Embora não esteja diretamente relacionado à adoção das IFRS, o estudo de Bradshaw e Miller (2008) fornece evidências de como os padrões contábeis exercem influência sobre os níveis de comparabilidade contábil. Os autores examinaram a comparabilidade contábil de empresas não americanas que adotaram voluntariamente o padrão contábil americano (US GAAP) com: (a) uma amostra de entidades americanas que utilizam o padrão US GAAP; e (b) uma amostra de empresas não americanas que utilizam padrões locais. O objetivo dos autores

foi investigar se a adoção do padrão americano (US GAAP) por entidades situadas em outros países leva a uma maior comparabilidade contábil, e concluíram que a adoção de um único conjunto de padrões contábeis (no caso, US GAAP) leva a um aumento significativo nos níveis de comparabilidade contábil.

2.6 HIPÓTESES DE PESQUISA

Conforme já discutido nos tópicos anteriores, espera-se que os investidores exijam retornos esperados conforme os níveis de assimetria informacional entre os participantes de mercado, já que precisam se proteger da desvantagem informacional. Assim sendo, informações divulgadas com baixo conteúdo informacional tendem a aumentar o custo de capital próprio das firmas, em virtude da assimetria informacional existente. Por outro lado, se as firmas divulgam informações contábeis de qualidade, transparentes e comparáveis, a assimetria informacional tende a diminuir e, conseqüentemente, o custo de capital próprio também.

Algumas pesquisas documentaram a importância da comparabilidade contábil para um melhor funcionamento do mercado, no que se refere à precisão das previsões dos analistas (DEFRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; NELL, 2017); para fins de *valuation* (BHOJRAJ; LEE, 2002; YOUNG; ZENG, 2015; CHEN *et al.*, 2018); ofertas públicas de ações (SHANE; SMITH; ZHANG, 2019) e, mais estritamente relacionado à presente tese, menor custo de capital (LI, 2010; FANG; BAOHUA; ZHANG, 2012; KIM; KRAFT; RYAN, 2013; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017). Seguindo essa linha de raciocínio, criou-se a primeira hipótese de pesquisa desta tese (H_1), em que se acredita que uma maior comparabilidade contábil reduz o custo do capital próprio das empresas brasileiras. Assim, a primeira hipótese de pesquisa é:

- H_1 : A comparabilidade contábil está negativamente relacionada ao custo de capital próprio das empresas brasileiras.

A segunda hipótese de pesquisa da presente tese foi formulada a fim de identificar a influência do ambiente competitivo na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio das empresas brasileiras.

Conforme discutido em tópico anterior, alguns estudos (HART, 1983; GIROUD; MUELLER, 2011; ALI; KLASA; YEUNG, 2014; CHHAOCHHARIA *et al.*, 2017) documentaram que o nível de competição de mercado desempenha um mecanismo de

governança externa, refletindo positivamente na qualidade e na quantidade de informações divulgadas pelas firmas. Assim sendo, nessa circunstância, a assimetria informacional provavelmente será menor entre os gerentes e as partes interessadas e, conseqüentemente, menor o custo de capital próprio das firmas.

Em sentido oposto, outros estudos (ZEGHAL, 1983; DARROUGH; STOUGTON, 1990; HARRIS, 1998; BAMBER; CHEON, 1998; BOTOSAN; STANFORD, 2005) apresentam uma perspectiva diferente, alegando que firmas situadas em setores mais competitivos, em virtude de estarem expostas a riscos operacionais e estratégicos mais severos, apresentam menor incentivo para divulgação de informações mais completas às partes interessadas. Assim sendo, nessa circunstância, a assimetria informacional provavelmente será maior entre os gerentes e as partes interessadas e, conseqüentemente, maior será o custo de capital próprio das firmas.

Diante dessas duas perspectivas contraditórias, acredita-se que o efeito da comparabilidade contábil sobre o custo de capital próprio é influenciado pelo nível de competição do mercado. Dessa maneira, a segunda hipótese de pesquisa é:

- H₂: O nível de competição do mercado afeta a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio das empresas brasileiras.

3 METODOLOGIA

Metodologicamente, esta pesquisa pode ser classificada como descritiva e, predominantemente, quantitativa. Os dados são secundários e foram coletados com o auxílio do programa Thomson Reuters® e dos sítios da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3. A variável dependente é o custo de capital próprio e o objetivo da pesquisa é investigar como tal medida é impactada pelo nível de comparabilidade contábil das empresas brasileiras, em um universo temporal que envolve os anos de 2001 a 2018, em torno da adoção das IFRS no Brasil ocorrida em 2010, como também em função do nível competitividade de mercado.

Para medir a comparabilidade, foi utilizada como métrica principal o modelo de similaridade da função contábil desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011). Para medir o custo de capital próprio implícito, foi utilizado o modelo de Easton (2004). Para medir a competitividade de mercado, utilizou-se o índice de Herfindahl. Por fim, para testar o comportamento da comparabilidade contábil sobre o custo de capital próprio, optou-se pela abordagem estatística de dados em painel.

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população objeto de pesquisa deste trabalho são as companhias abertas com ações listadas na B3 com dados disponíveis na Thomson Reuters® para o período entre 2001 e 2018. Assim sendo, constituindo-se 18 anos de dados analisados, sendo 9 anos antes e 9 anos depois da adoção das IFRS, cuja obrigatoriedade ocorreu em 2010. Essas companhias fornecem os dados necessários para a aplicação das técnicas estatísticas segundo os modelos econométricos aplicados, que envolve tanto variáveis contábeis como variáveis de mercado (preço das ações, por exemplo). Dessa população, para a elaboração das variáveis utilizadas nos modelos, foi necessário aplicar o segundo recorte, que é a definição dos setores de atividades econômicas analisados.

Para a escolha dos setores investigados, foi utilizado o nível 2 da classificação do North American Classification System Association (NAICS). O NAICS consiste em um sistema de classificação industrial norte-americano construído com base em um único conceito econômico. O principal objetivo do NAICS é permitir um alto nível de comparabilidade das estatísticas entre empresas, proporcionando uma base conceitual comum para coleta, análise e disseminação de estatística industrial utilizada pelo governo, associações comerciais, conselhos reguladores, universidades e pelo público em geral. A classificação setorial do NAICS é

estruturada em três níveis: no nível 1, as empresas se dividem em 20 categorias, sendo que cada uma destas categorias se subdivide num total de 96 categorias para formar o nível 2, e no nível 3 apresenta-se um total de 313 categorias.

É importante destacar que o nível 2 do NAICS foi utilizado por grande parte dos trabalhos que investigaram a comparabilidade contábil dentro dos setores (DEF FRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; YIP; YOUNG, 2012; LANG; MAFFETT; OWENS, 2010; RIBEIRO, 2014; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017) e foi selecionado neste trabalho para aumentar a quantidade de companhias disponíveis para a análise. Os setores selecionados foram aqueles que apresentaram mais do que uma companhia com dados trimestrais e anuais disponíveis do período de 2001 a 2018. Ao todo, sete setores cumpriram tal condição, excluindo-se o setor bancário/financeiro, pois os bancos não arquivam seus demonstrativos trimestrais de acordo com o padrão IFRS. No final, foram analisados sete setores de atividades econômicas (empresa de eletricidade, gás e água; indústria de equipamentos de transporte; indústria de papel; indústria química; loja de mercadorias variadas; siderurgia e indústria básica de outros metais; e telecomunicações).

No Quadro 1, podem ser observadas as companhias que fazem parte da pesquisa.

Quadro 1 – Companhias analisadas

Nº	Nome da companhia	Setor NAICS nível 2
1	Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água
2	Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água
3	Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água
4	Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água
5	Comgas	Empresa de eletricidade, gás e água
6	Copel	Empresa de eletricidade, gás e água
7	Eletrobras	Empresa de eletricidade, gás e água
8	Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água
9	Sabesp	Empresa de eletricidade, gás e água
10	Tran Paulista	Empresa de eletricidade, gás e água
11	Fras-Le	Indústria de equipamentos de transporte
12	Marcopolo	Indústria de equipamentos de transporte
13	Randon Part	Indústria de equipamentos de transporte
14	Klabin S/A	Indústria de papel
15	Suzano S.A.	Indústria de papel
16	Braskem	Indústria química
17	Unipar	Indústria química
18	Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas
19	P. Açúcar-CBD	Loja de mercadorias variadas
20	Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais
21	Gerdau	Siderurgia e indústria básica de outros metais
22	Sid Nacional	Siderurgia e indústria básica de outros metais
23	Usiminas	Siderurgia e indústria básica de outros metais
24	Oi	Telecomunicações
25	Telef Brasil	Telecomunicações
26	Tim Part S/A	Telecomunicações

Fonte: elaboração própria, com dados disponíveis na Thomson Reuters®.

Após determinar as companhias que fazem parte da análise, foi o momento de coletar os dados necessários para o trabalho. Para tanto, foram utilizados: o programa Thomson Reuters® (para os dados relacionados às informações financeiras e previsão de lucros pelos analistas) e o sítio da CVM (para os dados relacionados a ADRs).

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Comparabilidade contábil média (COMP)

A métrica da comparabilidade contábil segue a métrica desenvolvida por DeFranco, Kothari e Verdi (2011). Em linhas gerais, esta métrica pode ser compreendida como a similaridade entre os lucros reportados de duas empresas, dado um conjunto comum de eventos econômicos. Segundo os autores, essa medida busca isolar o mapeamento dos sistemas contábeis, medindo a proximidade das funções contábeis de duas empresas, relacionando os eventos econômicos (representado pelos retornos das ações) aos resultados contábeis (representados pelos lucros). Importante lembrar que essa métrica é conhecida como modelo de similaridade da função contábil.

De antemão, é fundamental ressaltar que, nesta tese, foram feitas duas adaptações ao modelo de similaridade da função contábil original de DeFranco, Kothari e Verdi (2011). Primeiro, foi utilizado o lucro líquido para fins de cálculo da medida do retorno sobre o ativo (*return on asset* (ROA)), ao invés do lucro operacional, utilizado no trabalho original. Tal alteração se justifica pelo fato de que, após a adoção das IFRS, eliminou-se a medida de lucro operacional, fazendo com que tal medida não estivesse disponível para todo o período analisado pela presente pesquisa, o que traria um forte viés aos resultados. É bom destacar que o lucro líquido é uma medida mais abrangente, no que se refere à captura do espectro de políticas contábeis adotadas.

Segundo, ainda para fins de cálculo da medida do ROA, utilizou-se o ativo total como deflator do lucro líquido, ao invés do valor de mercado das companhias, a fim de apresentar maior consistência nos valores. O objetivo de deflacionar o lucro é retirar qualquer efeito no tamanho da medida, sendo necessário utilizar a mesma medida para todas as companhias, não importando qual medida vai ser utilizada. Outros trabalhos, como Ribeiro (2014), Yip e Young (2012) e Lang, Maffett e Owens (2010) também utilizaram tal variação e não documentaram viés.

Para fins de uma boa compreensão da operacionalização do modelo de similaridade da função contábil desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011), dividiu-se sua apresentação em três passos, conforme descrito a seguir.

a) Passo 1: consiste na estimação, mediante a Equação 1, da similaridade da função contábil individual para cada companhia, para cada ano, utilizando as últimas 16 observações trimestrais:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_i Retorno_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

ROA_{it} = lucro líquido trimestral sobre o ativo total final da empresa i no período t . Foram coletados os valores não consolidados de tais informações, ou seja, sem levar em consideração o seu grupo econômico;

$Retorno_{it}$ = retorno médio trimestral da empresa i no período t , calculado com base no preço de fechamento ajustado por dividendos e desdobramentos, tendo uma flexibilização de até 10 dias da data de fechamento do trimestre. As ações ordinárias das empresas foram utilizadas preferencialmente. Na ausência de informações de tal classe, foi utilizada a classe de ações que possuía maior liquidez.

É importante destacar que os parâmetros $\hat{\alpha}_j$ e $\hat{\beta}_i$ refletem o sistema contábil específico de cada entidade, sendo os eventos econômicos (retorno) os *inputs* desse sistema e, conseqüentemente, os resultados contábeis (lucro) os *outputs*.

b) Passo 2: consiste em projetar o retorno sobre o ativo esperado [E(ROA)] de cada empresa com base nos parâmetros das regressões individuais obtidas no passo 1. Em um primeiro momento, estimou-se o ROA esperado da companhia específica (i), conforme Equação 2.

$$E(ROA_{iit}) = \alpha_i + \beta_i Retorno_{it} \quad (2)$$

Em que:

$E(ROA_{iit})$ = retorno sobre o ativo esperado da empresa i com base nos parâmetros da empresa i e o retorno da empresa i no período t .

$Retorno_{it}$ = retorno médio trimestral da empresa i no período t , calculado com base no preço de fechamento ajustado por dividendos e desdobramentos, tendo uma flexibilização de até 10 dias da data de fechamento do trimestre. As ações ordinárias das empresas foram utilizadas preferencialmente. Na ausência de informações de tal classe, foi utilizada a classe de ações que possuía maior liquidez.

Em um segundo momento, estimou-se o ROA da mesma empresa (i) com os parâmetros das outras companhias do mesmo setor (j), mantendo constante os retornos da empresa i ,

conforme Equação 3. Na visão de DeFranco, Kothari e Verdi (2011), tal procedimento se justifica porque a essência é manter o evento econômico constante, o que é feito quando se utilizam os parâmetros de uma entidade no evento econômico da outra. Para os autores, a medida de comparabilidade é justamente a média da distância entre as duas funções de cada empresa do mesmo setor para cada trimestre [$E(ROA_{iit}) - E(ROA_{ijt})$], isto é, a proximidade dos sistemas contábeis dado um determinado conjunto de eventos econômicos. Portanto, quanto menor a distância entre as funções, maior é a comparabilidade entre as companhias (DEFRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011).

$$E(ROA_{ijt}) = \alpha_j + \beta_j Retorno_{it} \quad (3)$$

Em que:

$E(ROA_{ijt})$ = retorno sobre o ativo esperado da empresa i com base nos parâmetros da empresa j e o retorno da empresa i no período t .

$Retorno_{it}$ = retorno médio trimestral da empresa i no período t , calculado com base no preço de fechamento ajustado por dividendos e desdobramentos, tendo uma flexibilização de até 10 dias da data de fechamento do trimestre. As ações ordinárias das empresas foram utilizadas preferencialmente. Na ausência de informações de tal classe, foi utilizada a classe de ações que possuía maior liquidez.

c) Passo 3: consiste em medir a comparabilidade contábil individual entre as companhias do mesmo setor. Dessa forma, foi calculada a média da distância de cada função por período (trimestre), de acordo com a Equação 4:

$$COMP_{ijt} = -\frac{1}{16} \times \sum_{t-15}^t | E(ROA)_{iit} - E(ROA)_{ijt} | \quad (4)$$

Em que:

$COMP_{ijt}$ = comparabilidade individual relativa da empresa i baseada na empresa j ;

$E(ROA_{iit})$ = retorno do ativo esperado da empresa i com base nos parâmetros da empresa i e o retorno da empresa i no período t ;

$E(ROA_{ijt})$ = retorno do ativo esperado da empresa i com base nos parâmetros da empresa j e o retorno da empresa i no período t .

Para facilitar a interpretação, a fórmula foi multiplicada por -1. Portanto, de acordo com a $COMP_{ijt}$, quanto maior for o valor obtido, maior é a comparabilidade contábil entre as firmas. É importante lembrar que a medida de comparabilidade contábil obtida por meio da Equação 4 é uma medida relativa, ou seja, ela mede as distâncias médias entre as funções de duas empresas.

Assim, para se obter uma medida de comparabilidade contábil individual, calculou-se, alinhado com os trabalhos de DeFranco, Kothari e Verdi (2011), a média e a mediana dessas distâncias entre a empresa i e todas as outras empresas do mesmo setor ($n-1$), rotulando-as de COMPMEAN e COMPMEDIAN.

Mais uma vez, de forma oportuna, destaca-se que, para definição dos setores, este trabalho adotou como referência as companhias que pertenciam ao mesmo setor de atividade econômica de acordo com o nível 2 da NAICS, procedimento similar aos trabalhos já desenvolvidos sobre a temática (DEFRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011).

3.2.2 Custo de capital próprio (CCP)

O custo de capital próprio, como já mencionado, representa a expectativa de retorno dos investidores quanto ao risco atribuído aos fluxos de caixa futuros de um determinado ativo. Como esse custo é representado *ex ante*, logo não é observável, surgindo, assim, a necessidade de estimar o seu valor, por meio de outras variáveis que sejam observáveis.

É importante lembrar que existem controvérsias quanto à adequação dos diversos modelos propostos na literatura para estimação do custo de capital próprio. Contudo, segundo Pástor, Sinha e Swaminathan (2008), é problemático utilizar retornos realizados como *proxy* para o custo de capital próprio, por ser uma medida relativamente pobre em termos de expectativa de retornos e necessitar de uma amostra grande (PÁSTOR; SINHA; SWAMINATHAN, 2008).

Dessa forma, seguindo a linha de pesquisas anteriores (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002, 2013; EASTON; MONAHAN, 2005; HAIL; LEUZ, 2011), preferiu-se utilizar a linha do custo de capital próprio implícito. Uma das principais vantagens do custo de capital próprio implícito é justamente o de não utilizar retornos realizados, já que os problemas relacionados à volatilidade das ações e o possível impacto nos preços possam ter um efeito menor com essa metodologia de custo de capital próprio implícito.

O método para mensuração do custo de capital próprio é o modelo do custo de capital implícito de Easton (2004), conforme a Equação 5, também conhecido como *PEG Ratio*.

$$CCP_{i,t} = \sqrt{\frac{lp a_{i,t+1}}{P_{i,t}} \cdot cresc_{t+2}} \quad (5)$$

Em que:

CCP_{it} = custo de capital próprio implícito da empresa i , do período t , conforme o modelo de Easton (2004).

LPA_{t+1} = média do lucro por ação previsto da empresa i , no período $t+1$;

$P_{i,t}$ = preço da ação em 1º de abril de cada ano da empresa i , no período t ;

$CRESC_{t+2}$ = crescimento do lucro por ação entre $t+1$ e $t+2$, dado por:

$$Cres_{t+2} = \frac{lpa_{t+2} - lpa_{t+1}}{lpa_{t+1}} \quad (6)$$

Em que:

LPA_{t+1} = média do lucro por ação previsto da empresa i , no período $t+1$;

LPA_{t+2} = média do lucro por ação previsto da empresa i , no período $t+2$;

É importante ressaltar que, com esse método, existe uma probabilidade de haver previsões $t+1$ maiores que as previsões $t+2$; nesse caso, não existe uma solução real para aquela raiz quadrada. Diante desse problema, excluíram-se as empresas naquela situação.

3.2.3 Competição – índice de Herfindahl (HH)

A competição foi mensurada utilizando o índice de Herfindahl, também conhecido como índice Herfindahl-Hirshman (HHI), proposto de forma independente por Hirschman (1945) e Herfindahl (1950). Essa ferramenta de análise é uma medida de concentração da indústria, bastante utilizada pelo mercado, agências de *rating*, órgãos regulares, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), bem como utilizada por pesquisas relacionadas à temática (BARKER, 2010; ALMEIDA, 2010; BASTIANELLO, 2012).

Para Besanko *et al.* (2006) e Barker (2010), o HHI é talvez a melhor medida de competição, por considerar que o tamanho relativo das maiores firmas seja um determinante importante na gestão e desempenho, tornando-o possivelmente a medida mais informativa (BESANKO *et al.*, 2006). E justamente pela qualidade da informação transmitida pelo HHI que se justifica sua utilização. Além disso, é importante destacar que várias pesquisas desenvolvidas no Brasil já utilizaram o HHI (LOURENÇO; LOUZADA; NOVAES, 2018; COSTA *et al.*, 2018; BITTENCOURT *et al.*, 2015; GASTARDELO; MELZ, 2014; BARICELO *et al.*, 2014), com destaque especial para os trabalhos desenvolvidos por Almeida (2010), Bastianello (2012) e Moura, Ziliotto e Mazzioni (2016), cujas temáticas estão relacionadas mais diretamente com a presente tese.

Em linhas gerais, o HHI é função do número de empresas de uma indústria e de suas respectivas quotas de mercado (grau de participação de uma empresa no mercado ou *market-share*). Operacionalmente, o HHI é calculado da seguinte forma: considerando dados anuais, a receita operacional líquida de cada firma é dividida pelo somatório da receita operacional líquida de todo o setor. O resultado dessa divisão é elevado ao quadrado. Em seguida, os resultados dessa potenciação são somados, gerando, assim, o HHI do ano/setor.

Seguindo Besanko *et al.* (2006), o HHI foi calculado conforme a Equação 7:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (\text{market} - \text{share}_i)^2 \quad (7)$$

Em que:

Market-share = logaritmo do percentual da receita operacional líquida da firma *i* em relação ao total da indústria.

É bom salientar que, para operacionalização do HHI, seria necessário a utilização de todas as firmas que compõem um setor industrial. Assim, a não utilização de empresas fora de listagem da B3 pode afetar o cálculo dessa variável. Para minimizar esse viés, utilizaram-se dados da receita operacional líquida de todas as empresas com informações disponíveis ao longo dos anos na B3, mesmo que elas tenham fechado capital ou não estejam fazendo parte da amostra investigada. Além disso, ao utilizar a classificação setorial nível 2 do NAICS, reduzem-se erros de classificação das firmas.

Com base na Equação 7, o HHI pode ter um valor teórico que varia de quase zero a 10.000. Se existir apenas um participante de mercado com 100% da participação no mercado, o HHI seria de 10.000, indicando um mercado altamente concentrado e monopolista. Por outro lado, se houvesse um grande número de participantes no mercado, com cada firma com uma participação de mercado próximo a 0%, o HHI estaria próximo de zero. Para um melhor entendimento do HHI, resolveu-se exemplificá-lo: em um mercado com 10 concorrentes de tamanho igual, o HHI seria de $10^2 \times 10 = 1.000$. Com 5 empresas de tamanho iguais, o HHI seria $20^2 \times 5 = 2.000$. Duas grandes firmas com 40% cada e 10 firmas com 2% cada resultaria em um HHI de 3.240 $[(40^2 \times 2) + 2^2 \times 10]$. De fato, o HHI reflete toda a composição de um determinado mercado e confere um peso proporcionalmente maior às quotas de mercado das empresas maiores.

É importante ressaltar que o U.S. Department of Justice e a Federal Trade Commission (1997) classificaram o HHI em três categorias. Um HHI abaixo de 1.000 é considerado não concentrado, um HHI entre 1.000 e 1.800 caracteriza um mercado moderadamente concentrado, e um HHI acima de 1.800 é considerado um mercado altamente concentrado. Com base nessa

explicação e para facilitar a interpretação dos resultados, o HHI foi multiplicado por -1, conforme a Equação 8.

$$HH = HHI * (-1) \quad (8)$$

Dessa maneira, quanto maior o valor do HH, maior o grau de competição. Importante destacar que, tal procedimento também foi adotado por Almeida (2010).

3.2.4 Mensuração das variáveis de controle

A comparabilidade contábil não pode ser percebida como o único fator a impactar o custo de capital próprio das companhias brasileiras. Assim sendo, necessária a utilização de variáveis de controle, cuja finalidade é de analisar a influência dessas variáveis no custo de capital próprio. Existe um conjunto indeterminado de fatores e incentivos que possivelmente afeta essa variável, seja de forma positiva ou negativa. A presente tese trata como variável de controle e insere no modelo econométrico os fatores ou incentivos econômicos mais recorrentes na literatura, justificados como os que possuem potencial de se relacionar com o custo de capital próprio das firmas. Dessa forma, as variáveis utilizadas foram: tamanho, oportunidade de crescimento, *performance*, endividamento e internacionalização.

As variáveis de controle utilizadas e a base para sua inclusão no modelo são a seguir descritas:

a) Tamanho (TAM). A literatura empírica tem indicado que o risco tem relação com o tamanho das empresas (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; ALENCAR, 2005). A presunção é que as maiores empresas apresentem menores riscos para os investidores, o que reduz os custos de capital próprio. Portanto, espera-se que a variável tamanho tenha relação inversa com o custo de capital próprio. Como *proxy* dessa variável foi utilizado o logaritmo do valor de mercado das companhias. O uso do logaritmo é necessário para evitar distorções nos resultados da análise de regressão em função da disparidade entre os valores da variável.

b) Oportunidade de crescimento (CRESC). Para refletir as oportunidades de crescimento das firmas, utilizou-se o índice *market-to-book*, que é a relação entre o preço e o valor patrimonial da ação, representando a distância entre o valor contábil da ação e as expectativas do mercado. A presunção é que um valor de *market-to-book* alto indique maiores oportunidades de crescimento das firmas, o que, conseqüentemente, diminui o risco percebido

pelos investidores. Dessa forma, alicerçando-se na literatura (BOTOSAN; PLUMLEE, 2005; ALENCAR; 2005), espera-se uma relação negativa entre o índice *market-to-book* e o custo de capital próprio. Conforme já dito, como *proxy* dessa variável, foi utilizado o índice *market-to-book*.

c) Performance (LPA). As medidas de *performance* utilizadas em pesquisas anteriores sobre custo de capital próprio são muito variadas e abarcam diversas dimensões de desempenho. Para esta pesquisa, a *performance* é medida por meio do indicador de lucro por ação (LPA). O lucro ou prejuízo por ação mede o ganho ou perda potencial de cada ação. O LPA foi escolhido por refletir a maximização dos lucros, que é um dos principais objetivos de uma companhia (ASSAF NETO, 2009). Algumas pesquisas (FRANCIS *et al.*, 2005; NAKAMURA *et al.*, 2006) utilizaram a *performance* como elemento de controle nas pesquisas sobre custo de capital próprio.

d) Endividamento (END). Um alto montante de capital de terceiros dentro da estrutura de capital de uma firma eleva o seu risco, por ter maior alavancagem e, portanto, apresentar maior risco intrínseco (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Por outro lado, firmas com maior nível de endividamento ou com maior necessidade de financiamento apresentam incentivos para reduzir os custos de agência, o que pode culminar na redução do custo de capital próprio das firmas (FRANCIS *et al.*, 2005). Portanto, a interpretação dessa variável de controle pode ser divergente, podendo ter impacto positivo ou negativo sobre o custo de capital próprio. É importante ressaltar que alguns estudos (ALENCAR, 2005; BOTOSAN; PLUMLEE, 2005) encontraram relação positiva entre alavancagem e custo de capital próprio. Para esta pesquisa, o endividamento é medido por meio do logaritmo da relação entre exigível total e patrimônio líquido.

e) Internacionalização (ADR). A emissão de recibos depositários americanos ou *american depositary receipts* (ADRs) significa que empresas brasileiras participam das grandes bolsas de valores americanas. A listagem em bolsas americanas exige das firmas um processo com melhores controles e transparência, o que tende a reduzir o custo de capital próprio dessas empresas. Algumas pesquisas (HAIL; LEUZ, 2011; ALENCAR, 2005) investigaram a relação entre a emissão de ADR e o custo de capital próprio, demonstrando uma redução significativa no custo de capital próprio nas empresas emissoras de ADR.

Para finalizar, são apresentadas, no Quadro 2, as expectativas quanto aos sinais dos coeficientes das regressões para as variáveis de controle.

Quadro 2 – Expectativas dos sinais dos coeficientes das variáveis de controle

Variável	Expectativa quanto ao sinal	Significado do sinal do coeficiente
Tamanho	-	Empresas maiores implicam um menor custo de capital.
Oportunidade de crescimento	-	Empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentam menor o custo de capital próprio.
<i>Performance</i>	-	Empresas com maior desempenho implicam um menor custo de capital próprio.
Endividamento	-/+	Empresas com maior necessidade de endividamento têm maior necessidade em reduzir a assimetria informacional, reduzindo, conseqüentemente, o seu custo de capital próprio. Por outro lado, empresas mais endividadas apresentam maior risco e, portanto, implicam um maior custo de capital próprio.
Internacionalização	-	Empresas com ADR emitido implicam um menor custo de capital próprio.

Fonte: elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

3.3 MODELOS ECONOMÉTRICOS

Para testar a H_1 , de que a comparabilidade contábil reduz o custo do capital próprio das companhias abertas brasileiras, utilizou-se um modelo econométrico em que o custo de capital próprio está em função da comparabilidade contábil e outras variáveis de controle, conforme a Equação 9.

$$CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 CRESC_{i,t} + \beta_4 LPA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Em que:

CCP = medida do custo de capital próprio estimado por meio do modelo de Easton (2004);

$COMP$ = medida de comparabilidade contábil, sendo utilizadas duas métricas para representá-la, $COMPMEAN$ e $COMPMEDIAN$. $COMPMEAN$ é a média e $COMPMEDIAN$ é a mediana da comparabilidade contábil individual com base nos pares do setor obtida por meio do modelo desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011);

TAM = valor de mercado da companhia transformado para sua base logarítmica, utilizado como medida de tamanho das firmas;

$CRESC$ = valor de mercado da companhia em relação ao seu valor contábil, mede a expectativa de crescimento do negócio para o mercado;

LPA = lucratividade da companhia no período por ação, é uma medida que representa a *performance* dos gestores;

$ENDIV$ = logaritmo da relação entre exigível total e patrimônio líquido, utilizado como medida de endividamento das firmas;

ADR = variável dicotômica representativa da presença da empresa em outros mercados, por meio do lançamento de ADR, sendo 0 para a não presença e 1 para presença.

ε_i = erro aleatório (ruído branco) com distribuição normal, média zero e variância constante.

O coeficiente de principal interesse do modelo acima é o β_1 , que representa o efeito da comparabilidade contábil sobre o custo de capital próprio implícito, mantendo-se constantes outros fatores determinantes (variáveis de controle) do custo de capital próprio semelhante a estudos anteriores (LI, 2010; FANG; BAOHUA; ZHANG, 2012; KIM; KRAFT; RYAN, 2013; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017).

Para testar a H_2 , de que o nível de competitividade de mercado afeta a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras, utilizou-se um modelo econométrico em que houvesse uma interação entre as variáveis de competição no mercado e a comparabilidade contábil, conforme Equação 10:

$$CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMP_{i,t} + \beta_2 COMP \times HHi_{i,t} + \beta_3 HHi_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 ENDIV_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

Em que:

CCP = medida do custo de capital próprio estimado por meio do modelo de Easton (2004);

$COMP$ = medida de comparabilidade contábil, sendo utilizado duas métricas para representá-la, $COMPMEAN$ e $COMPMEDIAN$. $COMPMEAN$ é a média e $COMPMEDIAN$ é a mediana da comparabilidade contábil individual com base nos pares do setor obtida por meio do modelo desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011);

$HHi_{i,t}$ = medida de competição de mercado mensurada utilizando o Índice de Herfindahl;

TAM = valor de mercado da companhia transformado para sua base logarítmica, utilizado como medida de tamanho das firmas;

$CRESC$ = valor de mercado da companhia em relação ao seu valor contábil, mede a expectativa de crescimento do negócio para o mercado;

LPA = lucratividade da companhia no período por ação, é uma medida que representa a *performance* dos gestores;

$ENDIV$ = logaritmo da relação entre exigível total e patrimônio líquido, utilizado como medida de endividamento das firmas;

ADR = variável dicotômica representativa da presença da empresa em outros mercados, por meio do lançamento de ADR, sendo 0 para a não presença e 1 para presença.

ε_i = erro aleatório (ruído branco) com distribuição normal, média zero e variância constante.

O coeficiente de principal interesse do modelo acima é o β_2 , que representa o efeito da interação entre a competitividade e a comparabilidade contábil sobre o custo de capital próprio implícito. Esse coeficiente examina se o efeito da comparabilidade contábil no custo de capital próprio varia de acordo com o nível de competição no mercado. Portanto, se um maior nível de comparabilidade contábil resultar em menores custos de capital próprio em ambientes mais competitivos, espera-se que o coeficiente β_2 seja significativo e negativo. Por outro lado, se um maior nível de comparabilidade contábil resultar em maiores custos de capital próprio em ambientes mais competitivos, espera-se que β_2 seja significativo e positivo.

Por fim, para comparar os períodos pré e pós-adoção às IFRS, o período amostral foi dividido da seguinte forma: pré-IFRS (2001 a 2009) e pós-IFRS (2010 a 2018), totalizando nove anos de análise para cada período. A Equação 11 foi utilizada para testar se a adoção das IFRS influencia a relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio.

$$CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMP_{i,t} + \beta_2 COMP \times IFRS_{i,t} + \beta_3 IFRS_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 ENDIV_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

Em que:

CCP = medida do custo de capital próprio estimado por meio do modelo de Easton (2004);

$COMP$ = medida de comparabilidade contábil, sendo utilizado duas métricas para representá-la, $COMPMEAN$ e $COMPMEDIAN$. $COMPMEAN$ é a média e $COMPMEDIAN$ é a mediana da comparabilidade contábil individual com base nos pares do setor obtida por meio do modelo desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011);

$IFRS_t$ = variável dicotômica, sendo definido 0 para as observações pré-IFRS (2001 a 2009) e 1 para as observações pós-IFRS (2010 a 2018);

TAM = valor de mercado da companhia transformado para sua base logarítmica, utilizado como medida de tamanho das firmas;

$CRESC$ = valor de mercado da companhia em relação ao seu valor contábil, mede a expectativa de crescimento do negócio para o mercado;

LPA = lucratividade da companhia no período por ação, é uma medida que representa a *performance* dos gestores;

$ENDIV$ = logaritmo da relação entre exigível total e patrimônio líquido, utilizado como medida de endividamento das firmas;

ADR = variável dicotômica representativa da presença da empresa em outros mercados, por meio do lançamento de ADR, sendo 0 para a não presença e 1 para presença.

ε_i = erro aleatório (ruído branco) com distribuição normal, média zero e variância constante.

O coeficiente de principal interesse do modelo acima é o β_2 , que representa o efeito da interação entre a adoção das IFRS e a comparabilidade contábil sobre o custo de capital próprio implícito. Esse coeficiente examina se o efeito da comparabilidade contábil no custo de capital próprio varia de acordo com a adoção das IFRS. Portanto, se um maior nível de comparabilidade contábil resultar em menores custos de capital próprio no período após a adoção das IFRS, espera-se que o coeficiente β_2 seja significativo e negativo. Por outro lado, se um maior nível de comparabilidade contábil resultar em maiores custos de capital próprio no período após a adoção das IFRS, espera-se que β_2 seja significativo e positivo.

3.4 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Nesta seção, procurou-se apresentar análises adicionais realizadas para checar a robustez dos resultados obtidos pelos modelos aplicados nesta tese. Em resumo, as análises adicionais se concentram em dois pontos: (a) métrica de comparabilidade contábil construída sob o aspecto das similaridades e diferenças entre a mesma companhia ao longo do tempo (COMPT); e (b) índice de competição de mercado baseado no ativo total.

Primeiramente, utilizou-se uma outra métrica de comparabilidade contábil, denominada comparabilidade intertemporal (COMPT). Essa medida busca atingir um dos aspectos da comparabilidade contábil no que se refere à identificação, por parte dos usuários das informações contábeis, das similaridades e diferenças entre a mesma companhia ao longo do tempo. A medida de comparabilidade contábil utilizada até então nesta tese (COMP), desenvolvida por DeFranco, Kothari e Verdi (2011), captura apenas o aspecto da comparabilidade contábil entre companhias. Assim sendo, para capturar o aspecto da identificação das similaridades e diferenças entre a mesma companhia ao longo do tempo, fez-se uma adaptação à medida original de comparabilidade contábil proposta DeFranco, Kothari e Verdi (2011), assim como fez o trabalho de Ribeiro (2014).

Para mensurar a COMPT empregando-se o mesmo raciocínio subjacente ao modelo desenvolvido por DeFranco, Kothari e Verdi (2011), alterou-se apenas a utilização do retorno

esperado. Ao invés de se utilizar o retorno esperado da outra empresa do mesmo setor, para medir a distância entre as funções contábeis, utilizou-se o retorno defasado de um período da mesma empresa. Dessa forma, a COMPT mede a distância entre o lucro estimado pela função contábil de uma companhia no trimestre t utilizando-se como referência o lucro estimado da mesma companhia com base no retorno de um trimestre defasado. Conforme já mencionado, o ajuste na métrica original, para fins de criação da COMPT, também foi realizado e validado na pesquisa desenvolvida por Ribeiro (2014). A Equação 12 apresentar a estrutura da COMPT:

$$COMPT_{iit} = -\frac{1}{16} \times \sum_{t-15}^t |E(ROA)_{iit} - E(ROA)_{iit-1}| \quad (12)$$

Em que:

$COMPT_{iit}$ = comparabilidade relativa da empresa i baseada na empresa i ;

$E(ROA_{iit})$ = retorno do ativo esperado da empresa i com base nos parâmetros da empresa i e o retorno da empresa i no período t ;

$E(ROA_{iit-1})$ = retorno do ativo esperado da empresa i com base nos parâmetros da empresa i e o retorno da empresa i no período $t-1$.

Importante destacar que, diferentemente da comparabilidade média (COMP), a medida de comparabilidade temporal (COMPT) já é calculada com base individual, pois se baseia na mesma companhia ao longo do tempo.

Em segundo lugar, acompanhando vários artigos anteriores que analisaram a competitividade de mercado (HOU; ROBINSON, 2006; GIROUD; MUELLER, 2011; DHALIWAL *et al.*, 2014; ALMEIDA, 2010), utilizaram-se dados do ativo total, ao invés da receita operacional líquida, para cálculo do HHI, que é a *proxy* para a competitividade de mercado utilizada nesta pesquisa. Portanto, o HHI foi calculado com base nos ativos totais conforme a Equação 13:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (\text{market} - \text{share}_i)^2 \quad (13)$$

Em que:

Market-share = percentual da ativo total da firma i em relação ao total da indústria.

3.5 RESUMO DAS VARIÁVEIS

No Quadro 3, verifica-se um resumo de todas as variáveis utilizadas nesta pesquisa.

Quadro 3 – Descrição resumida das variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Nome	Descrição	Operacionalização
Variáveis dependentes			
CCP	Custo de capital próprio implícito	Custo de capital implícito, modelo desenvolvido por Easton (2004).	$CCP_{1,it} = \sqrt{\frac{lp_{a,t+1}}{P_{i,t}} \cdot cresc_{t+2}}$
Variáveis independentes de interesse			
COMP	Comparabilidade individual média	Comparabilidade individual com base nos pares do setor.	$COMP_{ij} = -\frac{1}{16} \times \sum_{t=15}^t E(ROA)_{iit} - E(ROA)_{ijt} $
COMPT	Comparabilidade intertemporal	Comparabilidade individual com base nas informações anteriores da mesma firma.	$COMPT_{iit} = -\frac{1}{16} \times \sum_{t=15}^t E(ROA)_{iit} - E(ROA)_{iit} $
HH (ROL)	Índice de Herfindahl	Variável que representa a competitividade de mercado, mensurada utilizando o índice de Herfindahl, com uso da receita operacional líquida das firmas.	$HHI = \sum_{i=1}^n (market - share_i)^2$
HH (AT)	Índice de Herfindahl	Variável que representa a competitividade de mercado, mensurada utilizando o Índice de Herfindahl, com do ativo total das firmas	$HHI = \sum_{i=1}^n (market - share_i)^2$
IFRS	Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade	Variável dicotômica que representa o período da alteração do arcabouço normativo ocorrida no Brasil com a adoção do padrão internacional de contabilidade.	Variável <i>dummy</i> com 2 categorias: 0 = antes da adoção das IFRS (2001 a 2009) e 1 = depois da adoção das IFRS (2010 a 2018)
Variáveis independentes de controle			
TAM	Logaritmo do ativo total	Valor de mercado da firma transformado para sua base logarítmica. Serve como medida de tamanho.	LN ativo total
CRESC	<i>Price-to-book ratio</i>	Valor de mercado da companhia em relação ao seu valor contábil. Mede a expectativa de crescimento da firma.	Valor de mercado / PL contábil
LPA	Lucro por ação	Lucratividade anual da firma. Serve para representar a <i>performance</i> econômica para os acionistas.	Lucro líquido / Ações <i>outstanding</i>
ENDIV	Nível de endividamento	Grau de endividamento da companhia em relação ao seu capital próprio transformado para sua base logarítmica. Serve para medir o risco de endividamento da firma.	LN (exigível total / PL contábil)
ADR	Presença em outros mercados estrangeiros	Variável representativa da presença da empresa em outros mercados, por meio do lançamento de ADR.	Variável <i>dummy</i> com 2 categorias: 0 = sem emissão de ADRs e 1 = com emissão de ADRs

Fonte: dados da pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis utilizadas na presente tese, com 468 observações do período compreendido entre 2001 e 2018. O valor médio (mediano) do custo de capital próprio implícito das empresas que compuseram a amostra, derivado do modelo de Easton (2004), foi de 22,6% (17,0%). Isso indica dizer que as empresas investigadas apresentam um custo de capital próprio médio de, aproximadamente, 22,6%. Esse valor é bem próximo do custo de capital próprio implícito evidenciado em outras pesquisas realizadas com dados de empresas brasileiras. Alencar (2007), Carvalho (2014) e Girão (2016) encontraram médias de 24,05%, 24,23% e 16,43%, respectivamente.

Tabela 1 – Estatística descritiva das principais variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	n	Média	Mediana	Mín.	Máx.	Desvio padrão
CCP	468	0.226	0.170	0.001	0.382	0.245
COMP	468	-3.429	-3.145	-10.162	-0.083	1.973
COMPT	468	-1.073	-0.785	-5.382	-0.008	0.963
HH (ROL)	468	-1.568	-1.670	-1.940	-1.246	0.240
HH (AT)	468	-1.604	-1.617	-1.921	-1.319	0.163
TAM	468	15.923	16.186	12.227	18.290	1.315
CRESC	468	2.026	1.287	-0.178	39.137	3.415
LPA	468	2.315	1.730	-95.137	55.633	7.353
ENDIV	468	1.510	1.047	-3.864	20.689	1.935

CCP = custo de capital próprio implícito; COMP = comparabilidade contábil média individual; COMPT = comparabilidade contábil média intertemporal; HH_AT = índice de Herfindahl, calculado com base no ativo total; HH_ROL = índice de Herfindahl, calculado com base na receita operacional líquida; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido.

Nota: amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

Por outro lado, o custo de capital próprio médio encontrado nas pesquisas brasileiras foi maior do que aquele encontrado no mercado norte-americano por Botosan e Plumlee (2013) e Imhof, Seavey e Smith (2017), sendo 6,6% e 9,8%, respectivamente. Essa diferença entre o custo de capital próprio entre os mercados brasileiro e americano é de se esperar, tendo em vista o risco adicional brasileiro. Ainda em relação ao CCP, percebe-se uma alta heterogeneidade entre as empresas-ano que compõem a amostra com base no desvio padrão (24,5%) e nas diferenças entre o mínimo (1%) e o máximo (38,2%).

Ainda de acordo com a Tabela 1, a medida de comparabilidade contábil que mede o seu aspecto temporal (COMPT) é maior do que a medida que captura a comparabilidade contábil de diferentes companhias do mesmo setor (COMP), apresentando a média de -1,073. Este resultado já era esperado, tendo em vista que a comparabilidade contábil de uma mesma companhia ao longo dos anos tende a ser maior em relação à comparabilidade contábil de diferentes empresas do mesmo setor. É de se esperar que outras variáveis possam influenciar a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor, bem como é menos provável que uma companhia fique alterando com frequência suas políticas contábeis ao longo do tempo.

Para a medida de comparabilidade contábil temporal (COMPT), não foi observada uma discrepância muito grande entre as companhias, já que o seu desvio padrão foi 0,963, em comparação com 1,973 da variável COMP. O valor máximo obtido na comparabilidade ao longo do tempo também foi menor do que o da comparabilidade entre diferentes companhias, comprovando que, além de ser maior, a medida de comparabilidade temporal apresenta uma variabilidade menor entre as companhias ao longo do tempo. Este resultado pode ser justificado, também, pelo que foi exposto no parágrafo anterior.

As medidas de competitividade de mercado HH (ROL) e HH (AT) apresentaram valores médios próximos, -1,568 e -1,604, respectivamente. Porém, HH (ROL) apresentou um maior desvio padrão em relação a HH (AT), acompanhado, também, de uma maior distância entre um extremo (valor mínimo) a outro (valor máximo). Com relação às variáveis de controle, o tamanho das firmas apresentou uma média (mediana) de 15,92 (16,18), essa variável foi transformada no logaritmo natural, para evitar possíveis efeitos de escala. Os índices *market-to-book* (CRESC), *performance* (LPA) e endividamento (ENDIV) apresentaram média (mediana) de 2.026 (1.287), 2.315 (1.730) e 1.510 (1.047), respectivamente.

Outro aspecto analisado nesta parte foi a correlação entre as variáveis do trabalho, apresentadas na Tabela 2, por meio das correlações de Spearman. A variável COMP, medida de comparabilidade contábil individual média entre as empresas pares do mesmo setor, está negativamente e significativamente correlacionada com a medida de custo de capital próprio implícito (CCP). Este resultado sugere que as empresas com maior comparabilidade contábil entre companhias do mesmo setor apresentam menores custos de capital próprio. Por outro lado, a variável COMPT, medida de comparabilidade contábil intertemporal da mesma companhia, não apresentou significância, embora o sinal seja negativo. Esperava-se uma relação negativa e significativa entre as duas medidas de comparabilidade contábil e o custo de capital próprio, pois o aumento da comparabilidade contábil é capaz de facilitar a coleta e análise de informações entre empresas pares, como, também, entre determinada empresa ao longo de um

período (DYE; SUNDER, 2001; DEFRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; CAMPBELL; YEUNG, 2013; FANG *et al.*, 2016; KIM; KRAFT; RYAN, 2013; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017). De toda forma, este resultado apresenta evidências iniciais de que uma maior comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor pode reduzir a percepção de risco por parte dos investidores.

Tabela 2 – Correlação de Spearman

Variável	CCP	COMP	COMPT	HH_AT	HH_ROL	TAM	CRESC	LPA	END
CCP	1								
COMP	-0,126***	1							
COMPT	-0,058	0,204	1						
HH_AT	-0,019**	0,278***	-0,137***	1					
HH_ROL	-0,025**	0,198***	-0,121***	0,936***	1				
TAM	-0,227**	-0,044	0,144***	-0,127***	-0,019**	1			
CRESC	-0,463***	0,156***	0,065	0,194***	0,158**	0,309	1		
LPA	-0,189**	-0,147***	0,056	-0,351	-0,276	0,241	0,105	1	
END	0,211***	0,294***	0,018	0,274**	0,168***	0,020	0,352	-0,133***	1

*** significante a 1%; ** significante a 5%; * significante a 10%;

CCP = custo de capital próprio implícito; COMP = comparabilidade contábil média individual; COMPT = comparabilidade contábil média intertemporal; HH_AT = índice de Herfindahl, calculado com base no ativo total; HH_ROL = índice de Herfindahl, calculado com base na receita operacional líquida; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido.

Nota: amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

As variáveis de controle apresentaram os sinais esperados de acordo com a teoria financeira. O tamanho das firmas apresentou sinal negativo, o que implica que têm menor assimetria informacional, logo têm menor custo de capital (-0,227), sendo a mesma relação esperada para as empresas com maiores oportunidades de crescimento (-0,463) e *performance* (-0,189). As demais variáveis se correlacionaram entre si, porém a correlação não foi alta o suficiente para que se possa esperar problemas de multicolinearidade na análise multivariada dos dados. A única exceção foi para a correlação entre as variáveis HH_AT e HH_ROL (0,936), métricas de competitividade de mercado, porém era de se esperar tal resultado por representarem a mesma informação.

4.2 COMPARABILIDADE CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Este tópico tem como objetivo analisar o efeito da comparabilidade contábil média individual das companhias do mesmo setor (COMP) no custo de capital próprio implícito, que é o foco principal desta tese. O primeiro ponto analisado nesta parte foi o comportamento da

variável COMP ao longo dos anos investigados. A Tabela 3 apresenta os resultados ao longo do período analisado, 2001 a 2018, de cinco medidas estatísticas que representam o comportamento da variável COMP.

A média, assim como as demais medidas, foi calculada com base nas comparabilidades individuais de todas as companhias analisadas, entre 2001 e 2018, de sete setores. O percentil 10% (P10%) representa a média dentro do intervalo de 10% da comparabilidade contábil, ou seja, é o intervalo das piores comparabilidades. Por outro lado, o percentil 90% representa a média dentro do intervalo de 90% da comparabilidade contábil, ou seja, é o intervalo das melhores comparabilidades.

Em termos gerais, conforme Painel A da Tabela 3, entre os anos de 2001 a 2008, o início do período de análise, identificam-se os menores valores médios da comparabilidade contábil entre companhias (COMP), em especial, no período entre 2005 e 2008, que é justamente o período de transição às IFRS. Por outro lado, a partir de 2009, período coincidente com os primeiros esforços para adoção das IFRS, os valores da COMP começam a aumentar, ano após ano. Já entre 2014 e 2016, os níveis da comparabilidade contábil (COMP) voltam a cair, justificado possivelmente pelo início da crise político-econômica vivenciada no Brasil, o que pode ter incentivado os gestores a gerenciar os resultados financeiros para atender expectativas de mercado, fazendo cair a comparabilidade contábil. Quanto a este ponto, Mota (2018) encontrou evidências que sustentam que os gestores tendem a gerenciar os resultados contábeis, principalmente, por meio dos *accruals*, em fases de recessão econômica. Por fim, a partir de 2016 até 2018, os níveis de comparabilidade contábil voltam a subir, que, por coincidência, é justamente o período que a economia brasileira começa a dar sinais de recuperação.

No que tange às companhias com piores medidas de comparabilidade contábil, observou-se um ganho de comparabilidade após 2006, mantendo-se sem um padrão bem definido, porém é possível identificar um aumento nos níveis de comparabilidade após o período da adoção *full* IFRS em comparação ao período pré-IFRS. Já para as empresas com maiores níveis de comparabilidade, o seu comportamento mostrou um aumento nítido entre 2006 até 2012 e uma retomada após 2016, comportamento similar ao da média geral. Portanto, após essa análise, é possível afirmar que o comportamento da comparabilidade contábil individual média (COMP), ao longo do período analisado, é diferente entre as firmas com maiores e piores níveis de comparabilidade contábil.

Tabela 3 – Comportamento da COMP ao longo dos anos investigados e análise de variância (ANOVA) com um fator

Painel A – Comportamento da COMP ao longo dos anos investigados					
Ano	Media	Desvio padrão	P10%	Mediana	P90%
2001	-3.184	2.144	-6.349	-2.224	-1.471
2002	-3.769	2.626	-8.552	-2.673	-1.703
2003	-3.177	2.123	-5.309	-2.205	-1.546
2004	-3.518	2.487	-7.189	-2.545	-1.627
2005	-3.710	2.469	-8.156	-3.110	-1.102
2006	-4.191	1.937	-6.035	-4.364	-2.455
2007	-4.419	1.987	-6.499	-4.454	-1.487
2008	-4.087	1.824	-6.497	-3.811	-1.411
2009	-3.539	2.004	-6.462	-3.269	-1.231
2010	-3.197	1.719	-5.275	-3.340	-0.722
2011	-3.063	1.495	-4.489	-3.070	-0.678
2012	-2.871	1.349	-4.400	-2.964	-0.899
2013	-3.176	1.488	-5.032	-3.085	-1.805
2014	-3.276	1.716	-4.987	-3.004	-1.792
2015	-3.567	1.932	-5.242	-3.406	-1.548
2016	-3.205	1.934	-5.937	-3.129	-1.088
2017	-2.922	2.030	-5.980	-2.703	-0.370
2018	-2.848	1.377	-4.457	-2.625	-1.174

Painel B – Análise de variância (ANOVA com um fator)					
Source	SS	DF	MS	F	Prob>F*
BG	93.103	17	5.477	1.429	0.118
WG	1.724.120	450	3.831		

* significativa a 15%. COMP = comparabilidade contábil média individual;

Nota: amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

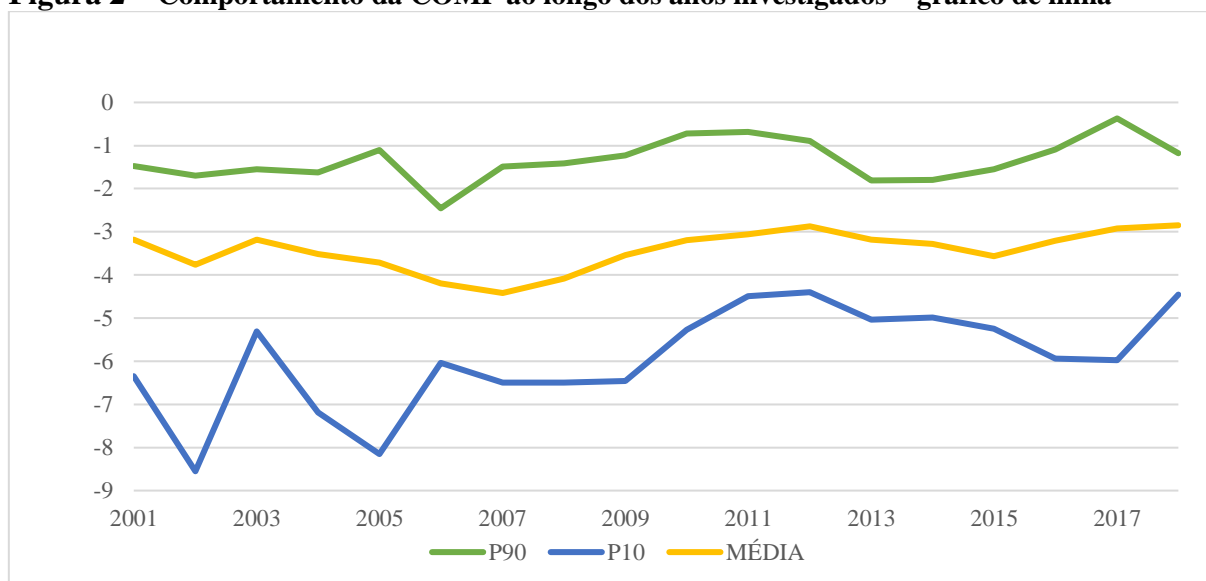
Fonte: dados da pesquisa.

Para saber se as diferenças nas médias, visualizadas no Painel A da Tabela 3, são significativas estatisticamente, aplicou-se a análise de variância (ANOVA) de um fator. Os resultados da análise de variância estão apresentados no Painel B da Tabela 3. O propósito do teste ANOVA foi identificar diferenças na medida de comparabilidade contábil individual das companhias do mesmo setor, a fim de verificar se tais diferenças são significativas estatisticamente durante o período analisado (2001 a 2018). Conforme o resultado do teste, não houve diferenças significativas na comparabilidade contábil individual durante os anos investigados nesta pesquisa. Este resultado permite inferir que não houve mudança significativa na comparabilidade contábil no período compreendido desta pesquisa.

Outra forma de visualizar as diferenças entre os anos do comportamento da variável COMP é por meio da Figura 2, onde se percebe mais claramente que o comportamento da média da COMP, ao longo do período analisado, é diferente para as empresas situadas no percentil 10% e no percentil 90%. Verifica-se que o comportamento da COMP no percentil 90% é bastante similar ao da média geral, o que também foi destacado anteriormente. É possível identificar, ainda, que as empresas situadas no percentil 10% apresentam um ganho de comparabilidade contábil muito superior em relação às empresas situadas no percentil 90%,

principalmente, após o ano de 2009, que marca o início da adoção das IFRS no Brasil, indicando um possível efeito das IFRS sobre a medida de comparabilidade contábil individual média.

Figura 2 – Comportamento da COMP ao longo dos anos investigados – gráfico de linha



Nota: amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

A próxima análise concentra o foco da presente tese, que é verificar o efeito da comparabilidade contábil no custo de capital próprio. A Tabela 4 evidencia os resultados das regressões da comparabilidade contábil média (mediana) individual (COMPMEAN e COMPMEDIAN) e outras variáveis de controle explicando o custo de capital próprio. Nela, constam os coeficientes estimados e os respectivos *p-valor*, o coeficiente de determinação ajustado, o *p-valor* da estatística F e o *variance inflation factor* (VIF) médio, que serve para diagnosticar a multicolinearidade entre as variáveis.

É importante ressaltar que o Painel A contém as informações da regressão considerando a principal variável de interesse, que é a média da comparabilidade contábil individual entre empresas do mesmo setor (COMPMEAN). Já o Painel B contém as informações da regressão considerando a variável COMPMEDIAN, que é a mediana da comparabilidade contábil individual entre empresas do mesmo setor. Essa distinção foi realizada para verificar possível alterações nos resultados.

Pela análise do Painel A da Tabela 4, percebe-se que a regressão como um todo mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p-valor* obtido para estatística F é inferior a 0,01. Esse resultado é corroborado pelo teste *t* para as variáveis explicativas, que apresentaram um coeficiente significativamente diferente de zero

para todas as variáveis (ao nível de significância de 10%), com exceção das variáveis *performance* (LPA) e ADR. O modelo base apresentou um poder explicativo em torno de 11,52%.

Tabela 4 – Relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio

Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEAN_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 CRESC_{i,t} + \beta_4 LPA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel A – COMPMEAN como <i>proxy</i> para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística <i>t</i>	p-valor
Intercepto		0,9009	0,1517	5,9350	0,0000
COMPMEAN	–	-0,0099	0,0057	-1,7360	0,0832
TAM	–	-0,0482	0,0100	-4,7960	0,0000
CRESC	–	-0,0144	0,0043	-3,3320	0,0009
LPA	–	-0,0023	0,0015	-1,5310	0,1264
END	?	0,0167	0,0073	2,2840	0,0228
ADR	–	-0,0220	0,0268	-0,8182	0,1737
<i>Dummy</i> setor	NA		Sim		
<i>Summy</i> ano	NA		Sim		
R ²		0,11529	Estatística F		7,4768
R ² ajustado		0,09987	Teste F (p-valor)		0,0000
VIF médio		1,43320	N		468
Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEDIAN_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 CRESC_{i,t} + \beta_4 LPA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel B – COMPMEDIAN como <i>proxy</i> para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística <i>t</i>	p-valor
Intercepto		0,8939	0,1522	5,8715	0,0000
COMPMEDIAN	-	-0,0098	0,0055	-1,7707	0,0773
TAM	-	-0,0476	0,0100	-4,7378	0,0000
CRESC	-	-0,0142	0,0043	-3,2981	0,0010
LPA	-	-0,0022	0,0015	-1,5198	0,1292
END	?	0,0161	0,0072	2,2200	0,0269
ADR	-	0,0351	0,0263	1,3330	0,1832
<i>Dummy</i> setor	NA		Sim		
<i>Summy</i> ano	NA		Sim		
R ²		0,11552	Estatística F		7,4939
R ² ajustado		0,10010	Teste F (p-valor)		0,0000
VIF médio		1,42856	N		468

CCP = custo de capital próprio implícito; COMPMEAN = média da comparabilidade contábil individual; COMPMEDIAN = mediana da comparabilidade contábil individual; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido; ADR = variável *dummy*, se a empresa tiver negociações em mercado internacional e 0 caso contrário.

Nota: Regressões estimadas com mínimos quadrados ordinários (*ordinary least squares* (OLS)), com erro padrão robusto para estimada com OLS opção erros padrões robustos clusterizados nos indivíduos. Amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

Ainda de acordo com o Painel A da Tabela 4, a variável de interesse (COMPMEAN) apresentou sinal negativo e significativo ao nível de 10% (0.083), indicando que a comparabilidade contábil média individual das empresas do mesmo setor (COMP) tem o poder de explicar riscos específicos de uma firma. Este resultado sugere que as empresas com maiores níveis de comparabilidade contábil individual entre as companhias do mesmo setor apresentam

menores custos de capital próprio, o que era esperado quando da análise das estatísticas descritivas e da própria literatura (DEF FRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; CAMPBELL; YEUNG, 2013; FANG *et al.*, 2016; KIM; KRAFT; RYAN, 2013). Esse resultado converge, de certo modo, com os achados de Kim, Kraft e Ryan (2013), Fang *et al.* (2016) e Kim *et al.* (2016), que encontraram evidências de que a comparabilidade contábil exerce papel primordial na redução dos riscos de *crash*, mercado de dívidas e crédito empresarial, respectivamente.

Porém, de uma forma mais abrangente, esse resultado contribui com a literatura que investiga as consequências econômicas da comparabilidade contábil (BHOJRAJ; LEE, 2002; BAE; TAN; WELKER, 2008; DEF FRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; YOUNG; ZENG, 2015; CHEN *et al.*, 2018; SHANE; SMITH; ZHANG, 2019; NELL, 2017; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017), cujo objetivo é identificar o seu papel no funcionamento dos mercados de capitais e de dívidas.

Além da análise da principal variável de interesse desta pesquisa, que representa a comparabilidade contábil média individual entre empresas do mesmo setor, testaram-se as variáveis de controle comumente utilizadas como representativas de risco, que são o tamanho, oportunidades de crescimento, endividamento, *performance* e emissão de ADR. As variáveis tamanho, crescimento e endividamento apresentaram significância estatística e o sinal esperado (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; ALENCAR, 2005), enquanto que a *performance* (LPA) e ADR não se mostraram significativas. Esses resultados sugerem que a alta alavancagem aumenta o custo de capital próprio e que o tamanho das firmas e as oportunidades de crescimentos reduzem o custo de capital próprio.

O Painel B da Tabela 4 evidencia os resultados da análise de regressão usando a mediana da comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor (COMPMEDIAN) como *proxy* para a comparabilidade contábil. Pela análise do Painel B da Tabela 4, percebe-se que a regressão como um todo mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p-valor* obtido para estatística F é inferior a 0,01. Esse resultado é corroborado pelo teste *t* para as variáveis explicativas, que apresentaram um coeficiente significativamente diferente de zero para todas as variáveis (ao nível de significância de 10%), com exceção, também, das variáveis *performance* e ADR. O modelo apresentou um poder explicativo em torno de 11,55%.

Ainda de acordo com o Painel B da Tabela 4, a variável de interesse (COMPMEDIAN) apresentou sinal negativo e significativo ao nível de 10% (0.0773). Este resultado também sugere que as empresas com maiores níveis de comparabilidade contábil individual entre as companhias do mesmo setor apresentam menores custos de capital próprio, o que também era

esperado quando da análise das estatísticas descritivas e da própria literatura, apenas sustentando o que já foi identificado por meio da variável COMPMEAN (DEFRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; CAMPBELL; YEUNG, 2013; FANG *et al.*, 2016; KIM; KRAFT; RYAN, 2013). A análise das variáveis de controle é similar à realizada considerando-se a *proxy* COMPMEAN, Painei A da Tabela 4.

Em geral, os resultados da Tabela 4 implicam que, quando as empresas evidenciam informações contábeis comparáveis em relação às empresas do mesmo setor, os investidores se beneficiam de um menor custo de aquisição e análise dessas informações, por diminuir a probabilidade de incertezas em torno dos fluxos de caixa futuros das companhias. Portanto, como resultado, os investidores tendem a exigir uma menor taxa de retorno esperada, diminuindo, assim, o custo de capital próprio das empresas. Os resultados descritos nesta seção sustentam a hipótese H₁ da presente tese.

4.3 COMPARABILIDADE CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: EFEITO DA COMPETIÇÃO DE MERCADO

Para analisar mais detalhadamente a relação entre comparabilidade contábil e o custo de capital próprio, aqui se analisou o impacto da competitividade de mercado nessa relação, que está relacionado à segunda hipótese de pesquisa da presente tese. É importante destacar, novamente, que uma parte da literatura defende que a competição de mercado exerce um mecanismo de governança externa e, com isso, melhora a qualidade e quantidade das informações divulgadas pelas firmas, fazendo reduzir a assimetria informacional existente entre os participantes de mercado (HART, 1983; GIROUD; MUELLER, 2011; ALI; KLASA; YEUNG, 2014; CHHAOCHHARIA *et al.*, 2017).

Por outro lado, numa perspectiva contraditória, alguns autores defendem que as empresas situadas em ambientes mais competitivos, em virtude do alto risco operacional e estratégico, não apresentam incentivos para divulgação de informações completas, aumentando, assim, a assimetria informacional entre os gestores e as partes interessadas (ZEGHAL, 1983; DARROUGH; STOUGHTON, 1990; HARRIS, 1998; BAMBER; CHEON, 1998; BOTOSAN; STANFORD, 2005).

No tocante ao tratamento estatístico dos dados, buscou-se, inicialmente, verificar se a comparabilidade contábil média individual (COMP) das empresas estudadas é diferente estatisticamente conforme o nível de competitividade de mercado, calculada por meio do índice de Herfindahl (HH) e classificada em três níveis: alta competitividade, moderadamente

competitivo e baixa competitividade (conforme classificação do U.S. Department of Justice e da Federal Trade Commission (1997)). Para isso, utilizou-se o teste não paramétrico de diferença de média para amostras independentes de Kruskal-Wallis. Tal procedimento justificou-se, uma vez que, por meio dos testes de Kolmogov-Smirnov e Shapiro-Wilk, os dados das amostras independentes não seguiram a distribuição normal (MAROCO, 2007; FÁVERO *et al.*, 2009) (Painel B da Tabela 5). Em um segundo momento, para analisar a interação entre a comparabilidade contábil e a competitividade de mercado no impacto do custo de capital próprio, ou seja, o quanto a comparabilidade contábil explicou as variações ocorridas no custo de capital próprio em função do nível de competitividade de mercado, utilizou-se a análise de regressão, a fim de testar o modelo da Equação 9.

De acordo com o Painel A da Tabela 5, verifica-se, com base nos valores médios, que as empresas situadas em setores mais competitivos apresentam maiores níveis de comparabilidade contábil individual (COMP). Por outro lado, as empresas situadas em setores menos competitivos apresentam menores níveis de comparabilidade contábil (COMP). Para saber se as diferenças nas médias visualizadas no Painel A da Tabela 5 são significativas estatisticamente, aplicou-se o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis.

Tabela 5 – Comportamento da COMP em função do nível de competitividade de mercado

Painel A – Estatísticas descritivas da COMP em função da competitividade				
	Média (COMP)		Desvio padrão	
Alta competitividade	-3.049		1.972	
Moderadamente competitivo	-3.648		1.573	
Baixa competitividade	-5.236		2.739	
Painel B – Testes de normalidade				
	Komogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk	
	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor
Alta competitividade	0,152	0,058	0,921	0,220
Moderadamente competitivo	0,166	0,026	0,910	0,110
Baixa competitividade	0,232	0,000	0,884	0,002
Painel C – Teste não paramétrico de Kruskal-Wallis				
	Estatística <i>chi-square</i>		P-valor	
Competitividade <i>versus</i> comparabilidade	34,013		0,000	

Nota: grupos de competitividade de mercado criados conforme classificação do U.S. Department of Justice e da Federal Trade Commission (1997).

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados do teste de Kruskal-Wallis estão apresentados no Painel C da Tabela 5. O propósito do teste de Kruskal-Wallis foi identificar diferenças na medida de comparabilidade contábil individual das companhias do mesmo setor em função dos níveis de competitividade de mercado, a fim de verificar se tais diferenças são significativas estatisticamente. Conforme o nível de significância do teste *chi-square* (0.000), verificam-se diferenças significativas na comparabilidade contábil individual discriminadas em função dos níveis de competitividade de

mercado, considerando-se um nível de significância de 1%. Este resultado permite inferir que a competitividade de mercado influencia significativamente a comparabilidade contábil individual com base nas empresas do mesmo setor (COMP), indicando evidências iniciais de que as empresas mais comparáveis contabilmente estão situadas em setores mais competitivos, o que pode reduzir a percepção de risco por parte dos investidores das empresas situadas em setores mais competitivos.

A próxima análise concentra-se em verificar o efeito da competitividade de mercado na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio mediante a análise de regressão. A Tabela 6 evidencia os resultados das regressões, considerando as variáveis da comparabilidade contábil média (mediana) individual (COMPMEAN e COMPMEDIAN), da competitividade de mercado (HH) e suas interações, bem como de outras variáveis de controle explicando o custo de capital próprio. Nela, constam os coeficientes estimados e os respectivos *p-valor*, o coeficiente de determinação ajustado, o *p-valor* da estatística F e VIF médio, que serve para diagnosticar a multicolinearidade entre as variáveis.

É importante ressaltar que o Painel A da Tabela 6 contém as informações da regressão considerando a interação da COMPMEAN com a HH. Já o Painel B da Tabela 6 contém as informações da regressão considerando a interação da COMPMEDIAN com a HH. Essa distinção foi realizada para verificar possíveis alterações nos resultados.

Pela análise do Painel A da Tabela 6, percebe-se que a regressão como um todo mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p-valor* obtido para estatística F é inferior a 0,01. Esse resultado é corroborado pelo teste *t* para as variáveis explicativas, que apresentou um coeficiente significativamente diferente de zero para todas as variáveis (ao nível de significância de 10%), com exceção, também, das variáveis endividamento e ADR. O modelo base apresentou um poder explicativo em torno de 12,70%, um pouso superior ao modelo da hipótese H₁. Ou seja, com a adição da variável competitividade de mercado no modelo, o seu poder explicativo aumentou, indicando, de forma preliminar, que tal variável tem o poder de explicar riscos específicos de uma firma.

No Painel A da Tabela 6, verifica-se, consistentemente com os resultados da análise de regressão da Tabela 4 (referente à primeira hipótese de pesquisa), que o coeficiente da variável COMPMEAN continua apresentando sinal negativo e significativo ao nível de 10% (0.0845), indicando que a comparabilidade contábil continua influenciando negativamente o custo de capital próprio, mesmo adicionando ao modelo a variável de competitividade de mercado.

Tabela 6 – Efeito da competitividade de mercado (HH) na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio

Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEAN_{i,t} + \beta_2 COMPMEAN * HH_{i,t} + \beta_3 HH_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel A – COMPMEAN como proxy para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto		0.9223	0.1588	5,808	0.0000
COMPMEAN	-	-0.0082	0.0094	-0,871	0.0845
COMPMEAN*HH	?	-0.0934	0,0352	-2,444	0.0149
HH	?	-0.0464	0,0015	-1,735	0.0833
TAM	-	-0.0455	0.0105	-4,334	0.0000
CRESC	-	-0.0128	0.0043	-2,947	0.0034
LPA	-	-0.0022	0.0015	-1,521	0.1290
END	?	0.0173	0.0074	2,348	0.0193
ADR	-	0.0420	0.0263	1,599	0.1105
Dummy setor	NA		Sim		
Summy ano	NA		Sim		
R ²		0.1270	Estatística F		6,6520
R ² ajustado		0.1079	Teste F (p-valor)		0,0000
VIF médio		3,0439	N		468
Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEDIAN_{i,t} + \beta_2 COMPMEDIAN * HH_{i,t} + \beta_3 HH_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel B – COMPMEDIAN como proxy para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto		0.9050	0.1587	5,7005	0.0000
COMPMEDIAN	-	-0.0071	0.0089	-0,7956	0.0466
COMPMEDIAN*HH	?	-0.0079	0,0324	-2,4543	0.0145
HH	?	-0,0238	0,0143	-1,6656	0.0965
TAM	-	-0.0446	0.0105	-4,2487	0.0000
CRESC	-	-0.0128	0.0043	-2,9553	0.0033
LPA	-	-0.0023	0.0015	-1,5393	0.1244
END	?	0.0161	0.0073	2,1901	0.0290
ADR	-	0.0392	0.0262	1,4958	0.1354
Dummy setor	NA		Sim		
Summy ano	NA		Sim		
R ²		0,12730	Estatística F		6,6689
R ² ajustado		0,10820	Teste F (p-valor)		0,0000
VIF médio		2,74214	N		468

CCP = custo de capital próprio implícito; COMP = comparabilidade contábil média individual; COMPMEDIAN = mediana da comparabilidade contábil individual; HH = índice de Herfindahl, calculado com base na receita operacional líquida; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido; ADR = variável *dummy*, se a empresa tiver negociações em mercado internacional e 0 caso contrário.

Nota: Regressões estimadas com OLS, com erro padrão robusto para estimada com OLS opção erros padrões robustos clusterizados nos indivíduos. Amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

Outra informação importante é o coeficiente da variável HH, que se mostra também negativa e significativa (ao nível de 10%), indicando que as empresas situadas em setores mais competitivos apresentam menor custo de capital próprio. Assim sendo, para o mercado brasileiro, a competitividade de mercado mostra indícios de que exerce pressão sobre os gestores, levando a uma melhora na qualidade da governança, bem como atenuando os problemas de agência ocorridos entre gestores e acionistas, fazendo com que a taxa de retorno

exigida pelos acionistas seja menor. Especificamente este resultado converge com o trabalho de Waisman (2013), que identificou, em uma amostra de empresas americanas (1990 a 2008), uma redução significativa nos custos de empréstimos para as empresas situadas em setores altamente competitivos.

A principal variável de interesse, nesta segunda parte da análise (hipótese H_2), é a interação entre a comparabilidade contábil (COMPMEAN) e a competitividade de mercado (HH), representada pela variável COMPMEAN*HH. Conforme a análise da Tabela 6, o coeficiente da COMPMEAN*HH é negativo e significativo ao nível de 5%. Essa relação negativa e significativa indica que a comparabilidade contábil (COMP) causa uma redução mais significativa no custo de capital próprio, quando uma determinada firma pertence a um setor mais competitivo. Ou seja, esse resultado sugere que, quando as empresas divulgam informações contábeis mais comparáveis em setores mais competitivos, onde se identifica a existência de um mecanismo de governança externo, a fim de reduzir assimetria informacional, os investidores conseguem identificar e compreender com mais propriedade as semelhanças e diferenças econômicas entre as empresas, facilitando a alocação eficiente de investimento e reduzindo o custo de capital próprio das empresas (DEF FRANCO; KOTHARI; VERDI, 2011; CAMPBELL; YEUNG, 2013; FANG *et al.*, 2016; KIM; KRAFT; RYAN, 2013; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017).

O resultado da interação entre a comparabilidade contábil (COMP) e a competitividade de mercado (HH) já estava sendo previsto quando da análise do teste de média realizada anteriormente (Tabela 5), já que as empresas situadas nos setores mais competitivos apresentaram níveis maiores de comparabilidade contábil. O resultado da interação entre a comparabilidade contábil e a competitividade de mercado reforça, mais especificamente, os achados de Almeida (2010) para o mercado brasileiro, como, também, de uma parte da literatura (HART, 1983; GIROUD; MUELLER, 2011; ALI; KLASA; YEUNG, 2014; CHHAOCHHARIA *et al.*, 2017) que defende que o ambiente mais competitivo aumenta a qualidade e quantidade das informações divulgadas, reduzindo, assim, a assimetria informacional entre os participantes de mercado e tornando mais eficiente o monitoramento dos gestores por parte dos usuários externos.

Além da análise da principal variável de interesse da hipótese H_2 , que representa a interação entre a COMPMEAN e a HH, testaram-se as variáveis de controle comumente utilizadas como representativas de risco, que são tamanho, oportunidades de crescimento, endividamento, *performance* e emissão de ADR. As variáveis tamanho, crescimento e endividamento apresentaram significância estatística e sinal esperado (BOTOSAN, 1997;

BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; ALENCAR, 2005), enquanto que *performance* e ADR não se mostraram significativas. Em suma, os resultados das variáveis de controle caminham na mesma direção da análise feita do primeiro modelo, referente à primeira hipótese de pesquisa.

O Painel B da Tabela 6 evidencia os resultados da mesma regressão do Painel A, porém usando a mediana da comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor (COMPMEAN) como *proxy* para a comparabilidade contábil. Pela análise do Painel B da Tabela 6, percebe-se que a regressão como um todo mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p-valor* obtido para estatística F é inferior a 0,01. Esse resultado é corroborado pelo teste *t* para as variáveis explicativas, que apresentou um coeficiente significativamente diferente de zero para todas as variáveis (ao nível de significância de 10%), com exceção, também, das variáveis *performance* e ADR.

Ainda de acordo com o Painel B da Tabela 6, a variável de interesse (interação entre a comparabilidade contábil (COMPMEAN) e a competitividade de mercado (HH), representada pela variável COMPMEAN*HH), é negativa e significativa ao nível de 5%. Essa relação negativa e significativa indica que a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor (COMP) causa uma redução mais significativa no custo de capital próprio, quando uma determinada firma pertence a um setor mais competitivo. A análise das variáveis de controle é similar à realizada considerando-se a *proxy* COMPMEAN (Painel A da Tabela 6).

Em suma, conforme os resultados da Tabela 6, a relação negativa entre a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor (COMP) e o custo de capital próprio é mais forte nas empresas situadas em setores mais competitivos. Portanto, os resultados descritos nesta seção sustentam a hipótese H₂ da presente tese, de que a competitividade de mercado afeta a relação entre a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor e o custo de capital próprio.

4.4 COMPARABILIDADE CONTÁBIL E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO: EFEITO DA ADOÇÃO DAS IFRS

Para analisar mais detalhadamente a relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio, aqui se analisou o impacto da adoção das IFRS nessa relação. Essa análise se justifica, tendo em vista que, de acordo com o IASB (2018), a adoção das IFRS deve resultar em demonstrações financeiras com alto nível de qualidade, transparentes e comparáveis para apoiar investidores, participantes dos mercados de capitais ao redor do mundo e demais usuários

das demonstrações financeiras na tomada de decisões. Inclusive é bom destacar que Ribeiro (2014) encontrou evidências de que os níveis de comparabilidade contábil das empresas brasileiras aumentaram após a adoção das IFRS. Assim sendo, esta seção avalia se os benefícios da comparabilidade contábil, esperados como consequência da adoção das IFRS, foram potencializados na redução do custo de capital próprio das empresas brasileiras após o período da adoção.

No tocante ao tratamento estatístico dos dados, buscou-se, inicialmente, verificar se a comparabilidade contábil média individual (COMP) das empresas estudadas é diferente estatisticamente conforme a data de adoção das IFRS, classificada em dois períodos: pré-IFRS (entre 2001 e 2009) e pós-IFRS (entre 2010 e 2018). Para isso, utilizou-se o teste não paramétrico de diferença de média para amostras emparelhadas de Wilcoxon. Tal procedimento justificou-se, uma vez que, por meio dos testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, os dados das amostras emparelhadas não seguiram a distribuição normal (MAROCO, 2007; FÁVERO *et al.*, 2009) (Painel B da Tabela 7). Em um segundo momento, para analisar a interação entre a comparabilidade contábil e a adoção das IFRS no impacto do custo de capital próprio, ou seja, o quanto a comparabilidade contábil explicou as variações ocorridas no custo de capital próprio em função da adoção das IFRS, utilizou-se a análise de regressão, a fim de testar o modelo da Equação 11.

De acordo com o Painel A da Tabela 7, verifica-se, com base nos valores médios, que a comparabilidade contábil média entre empresas do mesmo setor (COMP) é maior e menos dispersa após a adoção das IFRS. A média da variável COMP antes da adoção das IFRS é de -3,732, e após a adoção das IFRS é de -3,125. Para saber se as diferenças nas médias visualizadas no Painel A da Tabela 7 são significativas estatisticamente, aplicou-se o teste não paramétrico de Wilcoxon.

Tabela 7 – Comportamento da COMP em função da adoção das IFRS

Painel A – Estatísticas descritivas da COMP em função da adoção das IFRS				
	Média (COMP)		Desvio padrão	
Pré-IFRS	-3,732		2,194	
Pós-IFRS	-3,125		1,673	
Painel B – Testes de normalidade				
	Komogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk	
	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor
COMP (pré-IFRS)	0,092	0,000	0,928	0,000
COMP (pós-IFRS)	0,075	0,003	0,961	0,000
Painel C – Teste não paramétrico de Wilcoxon				
	Estatística Z		P-valor	
COMP (pré-IFRS) <i>versus</i> COMP (pós-IFRS)	-3,624		0	

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados do teste de Wilcoxon estão apresentados no Painel C da Tabela 7. O propósito do teste de Wilcoxon foi identificar diferenças na medida de comparabilidade contábil individual das companhias do mesmo setor (COMP) em função da adoção das IFRS, a fim de verificar se tais diferenças são significativas estatisticamente. Conforme o nível de significância do teste Z (0.000), verifica-se diferença significativa na comparabilidade contábil individual discriminadas em função do período de adoção das IFRS, considerando-se um nível de significância de 1%. Este resultado permite inferir que a adoção das IFRS influencia significativamente a comparabilidade contábil individual do mesmo setor (COMP), trazendo evidências de que a comparabilidade contábil aumentou significativamente após a adoção das IFRS, o que pode indicar uma redução na percepção de risco por parte dos investidores após a adoção das IFRS.

A próxima análise concentra-se em verificar o efeito da adoção das IFRS na relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio mediante a análise de regressão. A Tabela 8 evidencia os resultados das regressões, considerando as variáveis da comparabilidade contábil média (mediana) individual (COMPMEAN e COMPMEDIAN), da adoção das IFRS e suas interações, bem como de outras variáveis de controle explicando o custo de capital próprio. Nela constam os coeficientes estimados e os respectivos *p-valor*, o coeficiente de determinação ajustado, o *p-valor* da estatística F e VIF médio, que serve para diagnosticar a multicolinearidade entre as variáveis. É importante ressaltar que o Painel A contém as informações da regressão considerando a interação da COMPMEAN com a IFRS, e o Painel B contém as informações da regressão considerando a interação da COMPMEDIAN com a IFRS, que são as variáveis de interesse nesta seção. Essa distinção foi realizada para verificar possíveis alterações nos resultados.

Tabela 8 – Efeito das IFRS na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio

Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEAN_{i,t} + \beta_2 COMPMEAN * IFRS_{i,t} + \beta_3 IFRS_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel A – COMPMEAN como proxy para Comparabilidade Contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística <i>t</i>	<i>p-valor</i>
Intercepto		0.9078	0.1498	6.056	0.0000
COMPMEAN	-	-0.0027	0.0070	-0.3966	0.0918
COMPMEAN*IFRS	-	-0.0292	0.0116	-2.522	0.0120
IFRS	-	-0.2201	0.0593	-3.707	0.0002
TAM	-	-0.0484	0.0099	-4.851	0.0000
CRESC	-	-0.0156	0.0042	-3.649	0.0003
LPA	-	-0.0023	0.0014	-1.601	0.1101
END	?	0.0184	0.0072	2.542	0.0113

ADR	-	0.0337	0.0261	1.288	0.1982
<i>Dummy</i> setor	NA		Sim		
<i>Summy</i> ano	NA		Sim		
R ²	0.141125	Estatística F		7.509.119	
R ² ajustado	0.122331	Teste F (p-valor)		0.000000	
VIF médio	1,81099425	N		468	
Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEAN_{i,t} + \beta_2 COMPMEAN * IFRS_{i,t} + \beta_3 IFRS_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel B – COMPMEAN como proxy para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto		0.9045	0.1505	6.009	0.0000
COMPMEAN	-	-0.0017	0.0068	-0.256	0.0975
COMPMEAN*IFRS	-	-0.0265	0.0112	-2.352	0.0191
IFRS	-	-0.2042	0.0568	-3.592	0.0004
TAM	-	-0.0482	0.0100	-4.827	0.0000
CRESC	-	-0.0153	0.0042	-3.575	0.0004
LPA	-	-0.0023	0.0014	-1.553	0.1210
END	?	0.0171	0.0072	2.381	0.0176
ADR	-	0.0336	0.0262	1.283	0.2001
<i>Dummy</i> setor	NA			Sim	
<i>Summy</i> ano	NA			Sim	
R ²	0.139820	Estatística F		7.428.390	
R ² ajustado	0.120997	Teste F (p-valor)		0.000000	
VIF médio	1,78891475	N		468	

CCP = custo de capital próprio implícito; COMPMEAN = média da comparabilidade contábil individual; COMPMEAN = mediana da comparabilidade contábil individual; IFRS = variável *dummy* que assume 1 quando a empresa adotou IFRS e 0 caso contrário; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido; ADR = variável *dummy*, se a empresa tiver negociações em mercado internacional e 0 caso contrário.

Nota: Regressões estimadas com OLS, com erro padrão robusto para estimada com OLS opção erros padrões robustos clusterizados nos indivíduos. Amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

Pela análise do Painel A da Tabela 8, percebe-se que a regressão como um todo mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o p-valor obtido para estatística F é inferior a 0,01. Esse resultado é corroborado pelo teste *t* para as variáveis explicativas, que apresentou um coeficiente significativamente diferente de zero para todas as variáveis (ao nível de significância de 10%), com exceção, também, das variáveis LPA e ADR. O modelo apresentou um poder explicativo em torno de 14,11%, superior aos modelos das hipóteses H₁ e H₂. Ou seja, com a adição da variável IFRS no modelo, o seu poder explicativo aumentou..

Conforme esperado, o coeficiente da variável IFRS é significante estatisticamente (ao nível de 1%) e apresenta sinal negativo, sugerindo uma redução no custo de capital próprio para as empresas brasileiras após a adoção completa das IFRS. Ou seja, o custo de capital próprio das empresas investigadas diminuiu após a adoção das IFRS, sugerindo, de certo modo, a aceitação da premissa relacionada aos benefícios econômicos esperados como consequência da

adoção das IFRS. Esses resultados são coerentes com Li (2010) e Lee, Walker e Christensen (2010), no cenário internacional. No cenário nacional, este resultado reforça os achados de Lima (2011) e Silva e Nardi (2017) e contradiz os resultados de Carvalho (2014).

Ainda de acordo com o Painei A da Tabela 8, a variável de interesse desta seção (comparabilidade contábil x IFRS (COMPMEAN*IFRS)), é significativa estatisticamente (ao nível de 5%) e apresenta sinal negativo, sugerindo que a comparabilidade contábil (COMP) causa uma redução mais significativa no custo de capital próprio, a partir do momento em que as empresas estão adotando o padrão contábil internacional. Tais resultados contribuem, indiretamente, com a literatura que investiga se realmente a adoção de um único padrão contábil internacional (IFRS) ocasionou aumentos na comparabilidade contábil. Além disso, tais achados corroboram as pesquisas de Ribeiro (2014), no cenário nacional, e as de Barth *et al.* (2012), Yip e Young (2012), Jayaraman e Verdi (2014), Barth *et al.* (2018), no cenário internacional.

O Painei B da Tabela 8 evidencia os resultados da mesma regressão do Painei A, porém usando a mediana da comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor (COMPMEDIAN) como *proxy* para a comparabilidade contábil. A análise das variáveis é similar à realizada considerando-se a *proxy* COMPMEAN (Painei A da Tabela 8), não apresentando diferença significativa quanto aos resultados encontrados.

Em suma, conforme os resultados da Tabela 8, a relação negativa entre a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor (COMP) e o custo de capital próprio é mais forte após a adoção das IFRS.

4.5 ANÁLISES ADICIONAIS

Nesta seção, procurou-se apresentar análises adicionais realizadas para checar a robustez dos resultados obtidos pelos modelos aplicados nesta tese. Em resumo, as análises adicionais se concentram em dois pontos: (a) métrica de comparabilidade contábil construída sob o aspecto das similaridades e diferenças entre a mesma companhia ao longo do tempo (COMPT); e (b) índice de competição de mercado baseado no ativo total.

É importante ressaltar que, nas análises anteriores, utilizaram-se os valores médios e medianos da comparabilidade contábil individual das companhias do mesmo setor, como *proxy* para a comparabilidade contábil. Essa medida de comparabilidade contábil utilizada até então nesta tese, desenvolvida por DeFranco, Kothari e Verdi (2011), captura apenas o aspecto da comparabilidade contábil entre companhias. Assim, para capturar o aspecto da identificação

das similaridades e diferenças entre a mesma companhia ao longo do tempo, utilizou-se outra métrica, denominada comparabilidade intertemporal (COMPT). A COMPT é uma adaptação à medida original de comparabilidade contábil proposta DeFranco, Kothari e Verdi (2011), conforme explicado na seção 3.4.

Dessa forma, estimou-se o modelo da primeira hipótese de pesquisa utilizando a COMPT (*mean* e *median*) para explicar o custo de capital próprio. Os resultados estão apresentados na Tabela 9. A análise dos resultados é similar aos resultados contidos na Tabela 4. Em linhas gerais, a variável COMPT não apresentou significância estatística em explicar as variações no custo de capital próprio, embora tenha apresentado o sinal esperado. Portanto, pode-se inferir que a comparabilidade contábil da mesma empresa ao longo dos anos não tem o poder de explicar riscos específicos de uma firma. Sendo mais específico, a COMPT não apresenta significância no papel de poder reduzir os riscos inerentes aos investimentos feitos por parte dos investidores.

Tabela 9 – Relação entre comparabilidade contábil intertemporal (COMPT) e custo de capital próprio (continua)

Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPTMEAN_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 CRESC_{i,t} + \beta_4 LPA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel A – COMPTMEAN como proxy para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto		0.9209	0.1556	5.915	0.0000
COMPTMEAN	-	-0.0041	0.0116	-0.358	0.2205
TAM	-	-0.0473	0.0102	-4.642	0.0000
CRESC	-	-0.0149	0.0043	-3.463	0.0006
LPA	-	-0.0023	0.0015	-1.551	0.1216
END	?	0.0151	0.0072	2.078	0.0382
ADR	-	0.0397	0.0262	1.511	0.1315
Dummy setor	NA		Sim		
Dummy ano	NA		Sim		
R ²		0.1097	Estatística F	7.071	
R ² ajustado		0.0942	Teste F (p-valor)	0.000	
VIF médio		1,6119	N	468	

Tabela 9 – Relação entre comparabilidade contábil intertemporal (COMPT) e custo de capital próprio (conclusão)

Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPTMEDIAN_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 CRESC_{i,t} + \beta_4 LPA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel B – COMPTMEDIAN como proxy para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto		0.9300	0.1553	5.985	0.0000
COMPTMEDIAN	-	-0.0016	0.0134	-0.122	0.3028
TAM	-	-0.0477	0.0102	-4.682	0.0000
CRESC	-	-0.0150	0.0043	-3.476	0.0006
LPA	-	-0.0023	0.0015	-1.559	0.1197
END	?	0.0151	0.0072	2.079	0.0381
ADR	-	0.0399	0.0263	1.518	0.1296
Dummy setor	NA		Sim		

<i>Summary</i> ano	NA	Sim	
R ²	0.1095	Estatística F	7.055
R ² ajustado	0.0939	Teste F (p-valor)	0.000
VIF médio	1,8891	N	468

CCP = custo de capital próprio implícito; COMPTMEAN = média da comparabilidade contábil intertemporal; COMPTMEDIAN = mediana da comparabilidade contábil intertemporal; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido; ADR = variável *dummy*, se a empresa tiver negociações em mercado internacional e 0 caso contrário.

Nota: Regressões estimadas com OLS, com erro padrão robusto para estimada com OLS opção erros padrões robustos clusterizados nos indivíduos. Amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

A segunda análise de sensibilidade concentra-se no índice Herfindahl, que é a *proxy* para a competitividade de mercado utilizada nesta pesquisa. Ao invés de utilizar a receita operacional líquida como *proxy*, utiliza-se o ativo total, a fim de verificar possíveis mudanças nos resultados encontrados na Tabela 6. Vários artigos anteriores que analisaram a competitividade de mercado (HOU; ROBINSON, 2006; GIROUD; MUELLER, 2011; DHALIWAL *et al.*, 2014; ALMEIDA, 2010) utilizaram dados do ativo total, para cálculo do índice de Herfindahl.

Assim sendo, utilizou-se o índice de Herfindahl com base nos ativos totais das empresas analisadas, estimando-se o modelo relacionado à segunda hipótese de pesquisa (H₂), a fim de examinar se a competitividade de mercado afeta a relação entre a comparabilidade contábil individual entre as empresas do mesmo setor (COMP) e o custo do capital próprio. Com base na Tabela 10, conclui-se que os coeficientes de interesse (COMPMEAN*HH e COMPMEDIAN*H) continuam com significância estatística e sinal negativo, como esperado em explicar as variações no custo de capital próprio. Conforme já discutido, este resultado infere que as empresas situadas em setores mais competitivos evidenciam informações contábeis mais comparáveis, reduzindo ainda mais o custo de capital próprio.

Tabela 10 – Efeito da competitividade de mercado (HH) na relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio

Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMPMEAN_{i,t} + \beta_2 COMPMEAN*HH_{i,t} + \beta_3 HH_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel A – COMPMEAN como <i>proxy</i> para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística <i>t</i>	p-valor
Intercepto		0.9504	0.1676	5.670	0.0000
COMPMEAN	-	-0.0056	0.0111	-0.506	0.0829
COMPMEAN*HH	?	-0.0757	0.0047	-1.592	0.0120
HH (AT)	?	-0.0276	0.0017	-1.575	0.0959
TAM	-	-0.0480	0.0108	-4.409	0.0000
CRESC	-	-0.0130	0.0044	-2.965	0.0032
LPA	-	-0.0024	0.0015	-1.617	0.1065

END	?	0.0173	0.0076	2.282	0.0229
ADR	-	0.0394	0.0263	1.495	0.1355
<i>Dummy</i> setor	NA		Sim		
<i>Summy</i> ano	NA		Sim		
R ²		0.1205	Estadística F		6.261
R ² ajustado		0.1012	Teste F (p-valor)		0.0000
VIF médio		3,0426	N		468
Modelo base: $CCP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMP_{MEDIAN}_{i,t} + \beta_2 COMP_{MEDIAN} * HH_{i,t} + \beta_3 HH_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 LPA_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
Painel B – COMPMEDIAN como proxy para comparabilidade contábil					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estadística t	p-valor
Intercepto		0.9408	0.1679	5.600	0.0000
COMP MEDIAN	-	-0.0015	0.0107	-0.1475	0.0829
COMP MEDIAN*HH		-0.0556	0.0459	-1.2115	0.0264
HH (AT)		-0.0212	0.0016	-1.2665	0.0996
TAM	-	-0.0482	0.0108	-4.4275	0.0000
CRESC	-	-0.0132	0.0044	-2.990	0.0029
LPA	-	-0.0024	0.0015	-1.600	0.1102
END	?	0.0164	0.0076	2.1583	0.0314
ADR	-	0.0374	0.0264	1.4175	0.1571
<i>Dummy</i> setor	NA		Sim		
<i>Summy</i> ano	NA		Sim		
R ²		0.118768	Estadística F		6.159.211
R ² ajustado		0.099485	Teste F (p-valor)		0.000000
VIF médio		2,5787	N		468

CCP = custo de capital próprio implícito; COMP = comparabilidade contábil média individual; COMP MEDIAN = mediana da comparabilidade contábil individual; HH = índice de Herfindahl, calculado com base no ativo total; TAM = logaritmo natural do valor da firma; CRESC = oportunidades de crescimento, obtido pelo índice *market-to-book*, que é a razão entre o valor da firma e o patrimônio líquido; LPA = *performance* das firmas, obtido pelo índice lucro por ação; END = índice de endividamento, obtido pela razão entre o exigível total e o patrimônio líquido; ADR = variável *dummy*, se a empresa tiver negociações em mercado internacional e 0 caso contrário.

Nota: Regressões estimadas com OLS, com erro padrão robusto para estimada com OLS opção erros padrões robustos clusterizados nos indivíduos. Amostra composta por 468 observações, no período de 2001 a 2018.

Fonte: dados da pesquisa.

Em linhas gerais, mesmo alterando a forma como se baseia o índice de competitividade (índice de Herfindahl), os resultados são consistentes com os encontrados anteriormente, sustentando ainda mais a segunda hipótese de pesquisa (H₂) da presente tese.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese teve como objetivo examinar a relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio nas empresas brasileiras. Este objetivo foi construído considerando-se o encadeamento teórico e lógico da possibilidade de implicações econômicas que as informações contábeis podem oferecer ao mercado de capitais e seus agentes, no caso específico, aos investidores.

O encadeamento teórico iniciou-se na hipótese de mercado eficiente, que pressupõe a importância das informações divulgadas (dentre estas, as informações contábeis) na formação dos preços de equilíbrio, para que os participantes de mercado possam avaliar corretamente o desempenho de seus investimentos em função do nível de risco a que estão expostos e, conseqüentemente, tenham condições de fazer escolhas eficientes, em termos de tomada de decisão de investimento. De forma mais específica no mercado de capitais, os investidores utilizam das informações disponíveis no mercado para estimar os fluxos de caixa futuros das firmas, sendo a informação contábil um dos vetores utilizados na realização das projeções por parte dos investidores.

No entanto, as informações divulgadas no mercado tendem a ser incompletas, tendo em vista a perspectiva do comportamento oportunista sobre as escolhas contábeis, exercidas pelos gestores, visando benefícios próprios às custas das outras partes contratantes, fazendo aumentar a assimetria informacional entre as partes (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; HOLTHAUSEN, 1990). A assimetria informacional influencia no comportamento de todos os agentes econômicos, já que dificulta a principal função de um mercado: permitir a transferência eficiente de recursos entre os agentes econômicos.

Dentro desse contexto, presume-se que a melhora na qualidade das informações contábeis possibilite atenuar a assimetria de informação entre as companhias e os potenciais investidores, e, ao aumentar a eficiência do mercado com a redução da assimetria de informação, a percepção de risco por parte dos investidores é reduzida e, conseqüentemente, promove espontaneamente a diminuição de estimativas de custo de capital próprio.

Em outras palavras, a divulgação de informações contábeis tem o potencial de reduzir o nível de incerteza a respeito dos fluxos de caixa futuros das firmas, diminuindo, assim, o componente relacionado ao risco utilizado para trazer tais fluxos a valores presentes, que, no caso, é a taxa mínima de atratividade exigida pelos investidores ou o custo de capital próprio. Em linhas gerais, acredita-se que a qualidade das informações contábeis divulgadas possa reduzir o custo de capital próprio.

Para testar empiricamente essa cadeia de relações, optou-se por analisar o custo de capital próprio implícito em função dos níveis de comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor. Pesquisas antecedentes pontuaram sobre os benefícios econômicos da comparabilidade contábil, evidenciando achados de que a comparabilidade contábil é benéfica para fins de *valuation* (BHOJRAJ; LEE, 2002; YOUNG; ZENG, 2015; CHEN *et al.*, 2018); ofertas públicas de ações (SHANE; SMITH; ZHANG, 2019) e, mais estritamente relacionado à presente tese, menor custo de capital (LI, 2010; FANG; BAOHUA; ZHANG, 2012; KIM, KRAFT; RYAN, 2013; IMHOF; SEAVEY; SMITH, 2017).

Embora a literatura anterior evidencie aspectos positivos da comparabilidade contábil, o número de trabalhos teóricos e empíricos que investigam diretamente a ligação entre essa característica qualitativa e o custo de capital próprio ainda é incipiente, principalmente, no contexto de um país emergente com várias características institucionais peculiares, como é o Brasil. Além disso, a maioria dos estudos citados anteriormente adverte que os efeitos econômicos da comparabilidade contábil se mostram significantes para empresas de países com ambientes institucionais que promovam incentivos para a qualidade de informações econômicas.

A despeito das informações quanto ao fraco ambiente institucional do mercado brasileiro e aos baixos incentivos que as empresas nacionais possuem para evidenciar informações contábeis de qualidade, a presente tese buscou preencher essa lacuna na literatura, fornecendo resultados mais diretos sobre a relação entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio, utilizando dados de um mercado emergente e com características institucionais peculiares.

Os resultados documentados neste estudo confirmam a tese de que o nível de comparabilidade contábil afeta o custo de capital próprio, induzindo influencia na habilidade dos participantes do mercado em realizar estimativas acerca do potencial de fluxos de caixa futuros. Verificou-se que a variável comparabilidade contábil média individual de empresas do mesmo setor apresentou sinal negativo e significativo em explicar as variações no custo de capital próprio. Resultado semelhante foi encontrado para a mediana da variável comparabilidade contábil individual de empresas do mesmo setor.

Dessa maneira, suportando a primeira hipótese de pesquisa, os achados desta tese confirma a suposição de que, quando as empresas evidenciam informações contábeis mais comparáveis em relação às empresas do mesmo setor, os investidores se beneficiam de um menor custo de aquisição e análise dessas informações, por diminuir a probabilidade de incertezas em torno dos fluxos de caixa futuros das companhias. Portanto, como resultado, os

investidores tendem a exigir uma menor taxa de retorno esperada, diminuindo, assim, o custo de capital próprio das empresas.

Além disso, os achados desta tese sustentam que a competitividade de mercado influencia significativamente a média da comparabilidade contábil individual das empresas do mesmo setor, indicando evidências iniciais de que as empresas mais comparáveis contabilmente estão situadas em setores mais competitivos, o que pode reduzir a percepção de risco por parte dos investidores das empresas situadas em setores mais competitivos. Ainda neste sentido, os resultados sugerem que a comparabilidade contábil das empresas do mesmo setor causa uma redução mais significativa no custo de capital próprio, quando uma determinada firma pertence a um setor mais competitivo. Resultado semelhante foi encontrado para a mediana da variável comparabilidade contábil individual das empresas do mesmo setor.

Portanto, suportando a segunda hipótese de pesquisa, os achados desta tese confirmam a suposição de que a competitividade de mercado afeta a relação entre a comparabilidade contábil entre empresas do mesmo setor e o custo de capital próprio. Esse resultado reforça, mais especificamente, os achados de Almeida (2010) para o mercado brasileiro, como, também, de uma parte da literatura (HART, 1983; GIROUD; MUELLER, 2011; ALI; KLASA; YEUNG, 2014; CHHAOCHHARIA *et al.*, 2017) que defende que o ambiente mais competitivo aumenta a qualidade e quantidade das informações divulgadas, reduzindo, assim, a assimetria informacional entre os participantes de mercado e tornando mais eficiente o monitoramento dos gestores por parte dos usuários externos.

Em uma terceira perspectiva de análise da relação entre a comparabilidade contábil e o custo de capital próprio, os achados desta tese confirmam a suposição de que a adoção das IFRS influencia significativamente a comparabilidade contábil individual do mesmo setor (COMP), apresentando evidências de que a comparabilidade contábil aumentou significativamente após a adoção das IFRS. Ainda nesse sentido, os resultados sugerem que a relação negativa entre a comparabilidade contábil média das empresas do mesmo setor e o custo de capital próprio é mais forte após a adoção das IFRS. Resultado semelhante foi encontrado para a mediana da variável comparabilidade contábil individual das empresas do mesmo setor.

Em relação às variáveis de controle, observou-se um relacionamento com o custo do capital próprio: (a) Tamanho (TAM): negativo e significativo, para todas as variações do modelo básico consideradas; (b) Crescimento (CRESC): negativo e significativo, para todas as variações do modelo básico consideradas; (c) *Performance* (LPA): negativo, mas não significativo, para todas as variações do modelo básico consideradas; (d) Endividamento

(END): positivo e significativo, para todas as variações do modelo básico consideradas; e (e) ADR: positivo, mas não significativo, para todas as variações do modelo básico consideradas.

As implicações das evidências desta tese abrangem diversos públicos de interesse na informação contábil, assim, apresentam-se as seguintes perspectivas de contribuição e de usuários favorecidos:

- a) a contabilidade pode ser utilizada para a formação de contratos, tendo em vista a identificação de uma relação significativa entre comparabilidade contábil e custo de capital próprio;
- b) os órgãos normatizadores poderão elaborar normas contábeis visando estimular a comparabilidade contábil;
- c) a competitividade de mercado é uma força econômica com poder de beneficiar os participantes de mercado, enquanto mecanismo disciplinador externo, visando a divulgação de informações contábeis de maior qualidade;
- d) o ambiente competitivo pode contribuir para reduzir incertezas a respeito das perspectivas dos fluxos de caixa futuros das firmas, impactando diretamente os investidores e analistas de mercado;
- e) aos países que estão em processo de adoção das IFRS, permite-se aceitar a premissa relacionada aos benefícios econômicos esperados como consequência da adoção das IFRS;
- f) o governo poderá elaborar políticas para estimular a competitividade da indústria, a fim de desenvolver um ambiente informacional melhor.

Pesquisas futuras podem seguramente ser desenvolvidas, explorando ainda mais o efeito da comparabilidade contábil no custo de capital próprio. Particularmente, esta tese utilizou o modelo de similaridade da função contábil, desenvolvido por DeFranco *et al.* (2011), e o modelo de Easton (2004), para mensuração da comparabilidade contábil e do custo de capital próprio, respectivamente. Contudo, resultados diferentes poderiam ser obtidos se fossem utilizadas outras métricas para ambas as variáveis.

Outros períodos de tempo e diferentes amostras também podem ser estudadas, bem como diferentes metodologias estatísticas podem ser implementadas, como, por exemplo, utilizar a análise de regressão quantílica, para a análise multivariada dos dados. Assim, seria possível verificar a estabilidade dos resultados obtidos nesta tese.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALENCAR, R. C. A. Custo do capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. **BBR**, v. 2, n.1, 2005.
- ALENCAR, R. C. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007.
- ALI, A.; KLASA, S.; YEUNG, P. E. Industry concentration and corporate disclosure policy. **Journal of Accounting and Economics**, v. 58, n. 2-3, p. 240-264, 2014.
- ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BADERTSCHER, B. A.; COLLINS, D. W.; LYS, T. Z. Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1, p. 330-352, 2012.
- BAE, K.-H.; TAN, H.; WELKER, M. International GAAP differences: the impact on foreign analysts. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 593-628, 2008.
- BAMBER, L. S.; CHEON, Y. S. Discretionary management earnings forecast disclosures: antecedents and outcomes associated with forecast venue and forecast specificity choices. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 167-190, 1998.
- BARICELO, L. G.; MAZZERO, M. F.; OLIVEIRA, T. D.; CORREA, A. L. A concentração do mercado siderúrgico: uma análise dos indicadores CR4 e HHI no período 1990-2010. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 1, n. 2, p. 1-15, 2014.
- BARKER, R. M. **Corporate governance, competition, and political parties: explaining corporate governance change in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2010.
- BARRY, C. B.; BROWN, S. J. Differential information and security market equilibrium. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 20, n. 4, p. 407-422, 1985.
- BARTH, M. E. Research, Standard Setting, and Global Financial Reporting. *Foundations and Trends in Accounting*, v. 1, n. 2, p. 71–165, 2006.
- BARTH, M.; KONCHITCHKI, Y.; LANDSMAN, W. Cost of capital and earnings transparency. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, n. 2-3, p. 206-224, 2013.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M.; WILLIAMS, C. Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? **Journal of Accounting and Economics**, v; 54, n. 1, p. 68-93, 2012.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H.; WILLIAMS, C. D. Effects on comparability and capital market benefits of voluntary adoption of IFRS by US firms: insights from voluntary adoption of IFRS by non-US firms. **Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 133**, 11 Jan. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2196247>. Acesso em: 20 jan. 2020.

BASTIANELLO, R. F. **Governança corporativa e competição: influências sobre a qualidade da informação contábil**. 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2012.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M.; SCHAEFER, S. **A economia da estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BEUSELINCK, C.; JOOS, P.; VAN DER MEULEN, S. International earnings comparability. **SSRN Electronic Journal**, 31 Jan. 2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1014086>. Acesso em: 20 jan. 2020.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H.; WELKER, M. The world price of earnings opacity. **The Accounting Review**, v. 78, p. 641-678, 2003.

BHOJRAJ, S.; LEE, C. M. C. Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 2, p. 407-39, 2002.

BITTENCOURT, W. R.; PAIM, J. V. A.; CUNHA, J. V. A.; NASCIMENTO, E. M. Estudo sobre a evolução da concentração do setor bancário no Brasil e da taxa de juros. **Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 3, p. 5-25, 2015.

BOTOSAN, C. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, p. 323-349, 1997.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. Are information attributes priced? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 40, n. 9-10, p. 1045-1067, 2013.

BOTOSAN, C. A.; STANFORD, M. Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS no. 131 on analysts' information environment. **The Accounting Review**, v. 80, n. 3, p. 751-771, 2005.

BRADSHAW, M. T.; MILLER, G. S. Will harmonizing accounting standards really harmonize accounting? Evidence from non-U.S. firms adopting U.S. GAAP. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 23, p. 233-263, 2008.

BRADSHAW, M. T.; MILLER, G. S.; SERAFEIM, G. **Accounting method heterogeneity and analysts' forecasts**. 2009. Working Paper. University of Chicago, University of Michigan, Harvard Business School, 2009.

BROCHET, F.; JAGOLINZER, A. D.; RIEDL, E. J. Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 4, p. 1373-1400, 2013.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH, A. What Determines Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 207-252, 2004.

BYARD, D.; LI, Y.; YU, Y. The effect of mandatory IFRS adoption on financial analyst's information environment. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 69-96, 2011.

CAMPBELL, J. L.; YEUNG, E. Limited attention to accounting comparability? An analysis of price contagion around earnings restatements. **SSRN Electronic Journal**, May 2013. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/256011908_Limited_Attention_to_Accounting_Comparability_An_Analysis_of_Price_Contagion_around_Earnings_Restatements. Acesso em: 20 jan. 2020.

CARVALHO, E. M. **Consequências econômicas da adoção compulsória das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) no custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

CASCINO, S.; GASSEN, J. What drives the comparability effect of mandatory IFRS adoption? **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 1, p. 242-282, 2015.

CHEN, C.-W.; COLLINS, D. W.; KRAVET, T.; MERGENTHALER, R. D. Financial statement comparability and the efficiency of acquisition decisions. **Contemporary Accounting Research**, v. 35, n. 1, p. 164-202, 2018.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y.; GRULLON G.; MICHAELY, R. Product market competition and internal governance: evidence from the Sarbanes-Oxley Act. **Management Science**, v. 63, p. 1405-1424, 2017.

CLARKSON, P.; GUEDES, J.; THOMPSON, R. On the diversification, observability and measurement of estimation risk. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 1, p. 69-84, 1996.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2): Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro**. Brasília, 10 dez. 2019. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>. Acesso em: 28 jan. 2020.

COSTA, T. R.; MAHANZULE, R. Z.; AGUIAR, G. P.; SILVA, J. C. L. Dinâmica da concentração das exportações brasileiras de celulose química (1990 – 2010). **Ciência Florestal**, v. 28, n. 4, p. 1666-1675, 2018.

DARROUGH, M.; STOUGHTON, N. Financial disclosure policy in an entry game. **Journal of Accounting and Economics** v. 12, n. 1, p. 219-243, 1990.

DASKE, H. L.; HAIL, C. L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1085-1142, 2008.

DEFOND, M.; HU, X.; HUNG, M.; LI, S. The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 3, p. 240-258, 2011.

DEFRANCO, G.; KOTHARI, S. P.; VERDI, R. S. The benefits of financial statement comparability. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 4, p. 895-931, 2011.

DHALIWAL, D.; HUANG, S.; KHURANA, I. K.; PEREIRA, R. Product market competition and accounting conservatism. **Review of Accounting Studies**, v. 19, p. 1309-1345, 2014.

DUARTE, F. C. L.; VENTURA JÚNIOR, R.; MARTINS, O. S. Custo de capital próprio e transparência dos lucros no mercado brasileiro de capitais. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 13, n. 4, 2016.

DUROCHER, S.; GENDRON, Y. IFRS: on the docility of sophisticated users in preserving the ideal of comparability. **European Accounting Review**, v. 20, n. 2, p. 233-262, 2011.

DYE, R. A.; SUNDER, S. Why not allow the FASB and IASB standards to compete in the U.S.? **Accounting Horizons**, v. 15, n. 3, p. 257-271, 2001.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.

EASTON, P. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. **The Accounting Review**, v. 79, p. 73-95, 2004.

EASTON, P.; S. MONAHAN. An evaluation of accounting-based measures of expected returns. **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 501-538, 2005.

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.

FANG, X.; LI, Y.; BAOHUA, X.; W. ZHANG. **Accounting comparability and loan contracting**. 2012. Working Paper. Georgia State University, University of Lethbridge, University of Toronto, Dalhousie University, 2012. Disponível em: https://cear.gsu.edu/files/2013/06/WP_2013_05_AccountingComparabilityAndLoan.pdf. Acesso em: 20 jan. 2020.

FANG, X.; LI, Y.; XIN, B.; ZHANG, W. Financial statement comparability and debt contracting: evidence from the syndicated loan market. **Accounting Horizons**, v. 30, n. 2, p. 277-303, 2016.

FASB. Statement of Financial Accounting Concepts No. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information. Norwalk, CT, 1980.

FASB. **Conceptual framework for financial reporting**: statement of financial accounting concepts no. 8. Norwalk, CT, 2010.

FASB; IASB. **A roadmap for convergence between IFRS and US GAAP-2006-2008**: memorandum of understanding between the Fasb and the Iasb. Norwalk, CT, 27 Feb. 2006. Disponível em: https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage&cid=1176156245558.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2009.

FELTHAM, G.; XIE, J. Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. **The Accounting Review**, v. 69, n. 3, p. 429-453, 1994.

FRANCIS, J.; HANNA, J. D.; VINCENT, L. Causes and effects of discretionary asset write-offs. **Journal of Accounting Research**, v. 34, Supplement, p. 117-134, 1996.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P. M.; SCHIPPER, K. S. Costs of equity and earnings attributes. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 967-1010, 2004.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON P. M.; SCHIPPER, K. S. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 2, p. 295-327, 2005.

FRANKEL, R.; LEE, C. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 3, p. 283-319, 1998.

GASTARDELO, T. A. R.; MELZ, L. J. A suinocultura industrial no mundo e no Brasil. **Revista Unemat de Contabilidade**, v. 3, n. 6, p. 72-92, 2014.

GIRÃO, L. F. A. P. **Competição por informações, ciclo de vida e custo do capital no Brasil**. 2016. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa, 2016.

GIROUD, X.; MUELLER, H. Corporate governance, product market competition, and equity prices. **Journal of Finance**, v. 66, n. 2, p. 563-600, 2011.

GODFREY, J. M.; LANGFIELD-SMITH, I. A. Regulatory capture in the globalisation of accounting standards. **Environment and Planning A**, v. 37, n. 11, p. 1975-1993, 2005.

HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.

HAIL, L.; LEUZ, C. Capital market effects of mandatory IFRS reporting in the EU: empirical evidence. **SSRN Electronic Journal**, 20 Nov. 2011. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1511671. Acesso em: 20 nov. 2020.

HALLER, A. Financial accounting developments in the European Union: past events and future prospects, **European Accounting Review**, v. 11, n. 1, p. 153-190, 2002.

HANDA, P.; LINN, S. C. Arbitrage pricing with estimation risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 1, p. 81-100, 1993.

HARRIS, M. S. The association between competition and managers' business segment reporting decisions. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 111-128, 1998.

HART, O. D. The market mechanism as an incentive scheme. **The Bell Journal of Economics**, v. 14, n. 2, p. 366-382, 1983.

HEALY, P. Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. **Journal of Accounting Research**, v. 34, p. 107-115, 1996.

HEALY, P.; PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E.; VAN BREDA, M. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HERFINDAHL, O. C. **Concentration in the steel industry**. 1950. 175 f. Ph.D Thesis – Columbia University, New York, 1950.

HERZ, R. H.; PETRONE, K. R. International convergence of accounting standards: perspectives from the Fasb on challenges and opportunities. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 25, n. 3, p. 631-659, 2005.

HIRSCHMAN, A. O. **National power and the structure of foreign trade**. Berkley: University of California, 1945.

HOLMSTROM, B. Moral hazard and observability. **Bell Journal of Economics**, v. 10, 74-91, 1979.

HOLTHAUSEN, R. W. Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, n. 1-3, p. 207-218, 1990.

HOU, K; ROBINSON, D. T. Industry concentration and average stock returns. **The Journal of Finance**, v. 41, n. 4, p. 1927-1956, 2006.

IASB. **Conceptual Framework for Financial Reporting 2018**. London, Mar. 2018. Disponível em: <https://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>. Acesso em: 20 jan. 2020.

ICAEW. **The effects of mandatory IFRS adoption in the EU: a review of empirical research**. London, 2015.

IMHOF, M. J.; SEAVEY, S. E.; SMITH, D. B. Comparability and cost of equity capital. **Accounting Horizons**, v. 31, p. 125-138, 2017.

JAYARAMAN, S.; VERDI, R. Are reporting incentives and accounting standards substitutes or complements in achieving accounting comparability? **SSRN Electronic Journal**, 25 Apr. 2014. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2428263>. Acesso em: 20 jan. 2020.

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

KAM, V. **Accounting theory**. 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley, 1990.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. **Governance matters VI: aggregate and individual governance indicators 1996–2006**. Washington, DC: The World Bank, 2007.

- KIESO, D. E.; WEYGANDT, J. J.; WARFIELD, T. D. **Intermediate accounting**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011. Vol. 1.
- KIM, J. B.; LI, L.; LU, L. Y.; YU, Y. Financial statement comparability and expected crash risk. **Journal of Accounting and Economics**, v. 61, n. 2, p. 294-312, 2016.
- KIM, S.; KRAFT, P.; RYAN, S. G. Financial statement comparability and credit risk. **Review of Accounting Studies**, v. 18, n. 3, p. 783-823, 2013.
- 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. A.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of Finance**, v. 16, n. 1, p. 1-29, 2012.
- LAND, J.; LANG, M. Empirical evidence on the evolution of international earnings. **The Accounting Review**, v. 77, Supplement, p. 115-134, 2002.
- LANG, M. H.; MAFFETT, M. G.; OWENS, E. L. Earnings comovement and accounting comparability: the effects of mandatory IFRS adoption. **Simon School Working Paper No. FR 11-03**, 14 Sept. 2010. Disponível em: <https://www.ssrn.com/abstract=1676937>. Acesso em: 20 jan. 2020.
- LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. Firms capital allocation choices, information quality, and the cost of capital. **SSRN Electronic Journal**, Jan. 2005. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=495363. Acesso em: 20 jan. 2020.
- LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, Supplement, p. 91-124, 2000.
- LI, S. Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? **The Accounting Review**, v. 85, n. 2, p. 607-636, 2010.
- LIAO, T. L.; LIN, W. C. Product market competition and earnings management around open-market repurchase announcements. **International Review of Economics and Finance**, v. 44, p. 187-203, 2016.
- LIBBY, R.; LIBBY, P.; SHORT, D. **Financial accounting**. 6th ed. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin, 2009.
- LIMA, V. S. **Incentivos no nível da firma e consequências econômicas da convergência ao IFRS no Brasil**. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **SSRN Electronic Journal**, 20 Feb. 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1095781>. Acesso em: 20 ago. 2019.

- LOURENÇO, W. S.; LOUZADA, L. C.; NOVAES, P. V. G. O efeito moderador da estrutura de mercado na relação entre performance operacional da firma e grau de alavancagem operacional. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 4, p. 160-181, 2018.
- MACINTOSH, N. B. Accounting and the truth of earnings reports: philosophical considerations. **European Accounting Review**, v. 18, n. 1, p. 141-175, 2009.
- MAIKIEL, B. G. The efficiency market hypothesis and its critics. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 59-82, 2003.
- MAROCO, J. **Análise estatística com a utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa: Silabo, 2007.
- MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revistas Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 64, p. 33-45, 2014.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MCINNIS, J. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, 2010.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MOTA, R. H. G. **A influência dos ciclos econômicos no gerenciamento de resultados contábeis**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2018.
- MOURA, G. D; ZILIOOTTO, K.; MAZZIONI, S. Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 27, p. 17-30, 2016.
- NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, É. F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. *In* ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais [...]** Salvador: EnANPAD, 2006.
- NEKRASOV, A.; SHROFF, P. K. Fundamentals-based risk measurement in valuation. **The Accounting Review**, v. 84, n. 6, p. 1983-2011, 2009.
- NELL, M. Accounting comparability and economic outcomes of mandatory IFRS adoption. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 20, 2017.
- 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.
- PETAIBANLUE, J.; WALKER, M.; LEE, E. When did analyst forecast accuracy benefit from increased cross-border comparability following IFRS adoption in the EU? **International Review of Financial Analysis**, v. 42, p. 278-291, 2015.
- PINDYCK, R. **Microeconomia**. 6. ed. São Paulo: Pearson, 2006.

RIBEIRO, A. M. **Poder discricionário do gestor e comparabilidade dos relatórios financeiros: uma análise dos efeitos da convergência do Brasil às IFRS**. 2014. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

RIEDL, E. J. An examination of long-lived asset impairments. **The Accounting Review**, v. 79 n. 3, p. 823-852, 2004.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 5th ed. Toronto: Pearson Canada, 2009.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Concept Release: International Accounting Standards**. Washington, D.C., 2000.

SHANE, P. B.; SMITH, D. B.; ZHANG, S. Financial statement comparability and valuation of seasoned equity offerings. **SSRN Electronic Journal**, 27 Aug. 2019. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2372965>. Acesso em: 20 jan. 2020.

SHI, G. S.; SUN, J.; ZHANG, L. Product market competition and earnings management: a firm-level analysis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 45, n. 5-6, p. 604-624, 2017.

SHIM, J. Y.; KI, E. The effect of financial statement comparability on analysts' reliance on common information. **Global Business & Finance Review**, v. 22, n. 3, p. 1-18, 2017.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Full adoption of IFRSs in Brazil: earnings quality and the cost of equity capital. **Research in International Business and Finance**, v. 30, n. 2, 2017.

THORELL, P.; WHITTINGTON, G. The harmonization of accounting within EU: problems, perspectives and strategies. **European Accounting Review**, v. 3, n. 2, p. 215-239, 1994.

UNIÃO EUROPEIA. Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade. **Jornal Oficial das Comunidades Europeias**, Bruxelas, n.º L 243, 11 set. 2002, p. 1-4.

U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. **Horizontal Merger Guidelines**. Washington, D. C., 8 Apr. 1997. Disponível em: <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-0>. Acesso em: 20 jan. 2020.

WAISMAN, M. Product market competition and the cost of bank loans: evidence from state antitakeover laws. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4721-4737, 2013.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice Hall Career & Technology, 1986.

WATTS, R. L. ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten-year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-56, 1990.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.

YIP, R.; YOUNG, D. Does mandatory IFRS adoption improve information comparability? **The Accounting Review**, v. 87, n. 5, p. 1767-1789, 2012.

YOUNG, S.; ZENG, Y. Accounting comparability and the accuracy of peer-based valuation models. **The Accounting Review**, v. 90, n. 6, p. 2571-2601, 2015.

ZEGHAL, D. Industry, market structure, and the information content of financial statement. **Journal of Accounting & Public Policy**, v. 2, n. 2, p. 115-131, 1983.

ZEFF, S. A. Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality. **The British Accounting Review**, v. 39, n. 4, p. 290-302, 2007.

APÊNDICE

APÊNDICE A – Empresas usadas para estimar o nível de competição

Setor NAICS nível 2 – Indústria de eletricidade, gás e água	
1	524 Particip
2	Aegea Saneamento e Part S/A
3	AES Elpa
4	AES Sul
5	AES Tiete
6	AES Tiete E
7	Afluente
8	Afluente T
9	Águas Guariroba SA
10	Alupar
11	Ampla Energ
12	Ampla Invest
13	Argo Transmissão de Energia S/A
14	Baesa Energ Barra Grande SA
15	Bandeirante Energ
16	Bonaire Part
17	Brasiliana Participações S/A
18	BRK Ambiental Participações S/A
19	Cach Dourada
20	Cachoeira Paulista Trans de Energia SA
21	Casan
22	CEB
23	Cedae – Cia Estadual de Águas e Esgotos
24	CEEE-D
25	CEEE-GT
26	CEG
27	Celeo Redes Transmissão de Energia S/A
28	Celesc
29	Celg
30	Celgpar
31	Celpe
32	Cemar
33	Cemig
34	Cemig Distribuição SA
35	Cemig Geração e Transm SA
36	Cesp
37	Cia de Água e Esgoto do Ceará
38	Cia Hidro Elétrica São Francisco
39	Cia Riograndense de Saneamento
40	Coelba
41	Coelce
42	Comgas
43	Companhia Energética Jaguará
44	Companhia Energética Miranda
45	Companhia Energética Sinop S/A
46	Copasa
47	Copel
48	Copel Geração e Transmissão S/A
49	Cosern
50	CPFL Energia
51	CPFL Geração
52	CPFL Piratininga
53	Dinâmica Ene
54	Elektro
55	Elektrobras
56	Eletropar
57	Eletropaulo
58	Eletropaulo (Old)
59	Emae
60	Energias BR
61	Energisa
62	Energisa MT
63	Energisa Paraíba Dist e Energia S/A
64	Energisa Sergipe Dist de Energia S/A
65	Energisa Sul Sudeste Distr de Energia S/A
66	Energisa Transmissão de Energia S/A
67	Enersul
68	Eneva
69	Engie Brasil
70	EPTE
71	EQTL Pará
72	Equatorial
73	Equatorial Transmissora 7 Spe S/A
74	Equatorial Transmissora 8 Spe S/A
75	Escelsa
76	F Cataguazes
77	Ferreira Gomes Energia SA
78	GER Paranap
79	GTD Partic
80	Ienergia
81	Igua SA
82	Investco S/A
83	Itapebi Geração de Energia S/A
84	Itaqui Ger de Energia S/A
85	Iven
86	Light Energia S/A
87	Light S/A
88	Light Serv de Eletr S/A
89	Linhas de Macapá Trans de Energia S/A
90	Linhas de Xingu Trans de Energia S/A
91	Neoenergia
92	Paul F Luz
93	Prolagos S/A
94	Proman
95	Raizen Energia SA
96	Rede Energia
97	Redentor
98	Renova
99	Rio Gde Ener
100	Sabesp
101	Sanasa – Soc de Abast de Água e Saneamento S/A
102	Saneamento de Goiás S/A
103	Saneatins – Cia de Saneamento do Tocantins
104	Sanepar
105	Sanesalto Saneamento S/A
106	Santo Antonio Energia SA
107	Statkraft
108	Taesa
109	Termelétrica Pernambuco 3 SA
110	Termopernambuco S/A
111	Tran Paulist
112	Uptick
113	VBC Energia
114	Ventos do Sul Energia AS

Setor NAICS nível 2 – Indústria de equipamentos de transporte	
1 Albarus	15 Metal Leve
2 Arteb	16 Nakata
3 Autometal	17 OSX Brasil
4 Bic Monark	18 Plascar Part
5 Cobrasma	19 Pro Metalurg
6 Cofap	20 Randon Part
7 DHB	21 Recrusul
8 Embraer	22 Riosulense
9 Fras-Le	23 Schulz
10 Iochp-Maxion	24 Sifco
11 IVI	25 SPSCS Industrial
12 Mahle-Cofap	26 Tupy
13 Maio Gallo	27 Wetzel S/A
14 Marcopolo	28 Wiest

Setor NAICS nível 2 – Indústria de papel	
1 Aracruz	8 Klabin S/A
2 Bahia Sul	9 Melhor SP
3 Celul Irani	10 Melpaper
4 Eldorado Brasil Celulose S/A	11 Ripasa
5 Fibria	12 Santher Fab de Papel Sta Terezinha S/A
6 Iguaçu Celulose Papel S/A	13 Suzano S.A.
7 Klab Riocell	

Setor NAICS nível 2 – Indústria química	
1 Agroceres	23 Nortquimica
2 Aquatec	24 Nutriplant
3 Biobras	25 Ourofino S/A
4 Biotoscana	26 Oxiteno
5 Blau Farmacêutica SA	27 Petroflex
6 Bombril	28 Petroq União
7 Braskem	29 Petroquisa
8 Bunge Fertilizantes	30 Polialden
9 Cargill Fertilizant	31 Polipropileno
10 Copas	32 Polipropileno Parti
11 Copesul	33 Politeno
12 Cristal	34 Pronor
13 EDN	35 Providencia
14 Elekeiroz	36 Quattor Petr
15 Fer Heringer	37 Química Geral
16 Ferti Serrana	38 Ren Hermann
17 Fertibras	39 Trikem
18 Fertisul	40 Trorion
19 Fertiza	41 Unipar
20 M G Poliest	42 Valefert
21 Metanor S/A Metanol do Ne	43 White Martins
22 Nitrocarbono	44 Yara Brasil

Setor NAICS nível 2 – Indústria de loja de mercadorias variadas	
1 Bompreco	8 Lojas Americ
2 Bompreco Bah	9 Lojas Arapua
3 Carrefour BR	10 Magaz Luiza
4 Casa Anglo	11 Makro
5 Dufry AG	12 Mesbla
6 Dufrybras	13 P.Acucar-Cbd
7 Empreend Pague Menos S/A	14 Viavarejo

Setor NAICS nível 2 – Indústria de siderurgia e indústria básica de outros metais	
1 Aço Altona	13 Mannesmann
2 Aços Vill	14 Panatlantica
3 AM Inox BR	15 Paraibuna
4 Arcelor BR	16 Persico
5 Cimaf	17 S Gobain Canal
6 Coinvest	18 Sibra
7 Confab	19 Sid Aconorte
8 Cosipa	20 Sid Nacional
9 Ferbasa	21 Sid Riogran
10 Ferro Ligas	22 Sid Tubarao
11 Gerdau	23 Usiminas
12 Gerdau Met	

Setor NAICS nível 2 – Indústria de telecomunicações	
1 Algar Telecom S/A	27 Tele Nort Cl
2 Amazônia Celular	28 Tele Sudeste Celula
3 Atompar	29 Telebahia
4 Brasil T Par	30 Telebahia Celular
5 Capitalpart	31 Telebras
6 Cemig Telecomunicações S/A	32 Telebras (Old)
7 Ceterp	33 Telebrasil
8 Claro Telecom Part S/A	34 Telef Brasil
9 CRT Celular	35 Telefonica Data Hld
10 CRT Ciargtelec	36 Telemar
11 Daleth Part	37 Telemar N L
12 Embratel Part	38 Telemar Participacoes S/A
13 Geodex	39 Telemig
14 GVT Holding	40 Telemig Cl
15 La Fonte Tel	41 Telemig Part
16 LF Tel	42 Telerj Cel
17 Lfparticip	43 Telesp Cel
18 Mcom Wireles	44 Telesp Part
19 Newtel Part	45 Telet
20 Oi	46 Telinvest
21 Selectpart	47 Tim Nordeste
22 Sul 116 Part	48 Tim Part S/A
23 Tel B Campo	49 Tim Sul
24 Tele Centroeste Cel	50 Vivo
25 Tele Leste Celular	51 Zain Part
26 Tele Nordeste Celul	