

**CUE312 - ASSOCIAÇÃO ENTRE COMPARABILIDADE DAS  
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS****AUTORIA**

LETICIA LUANDA MAIA  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

RAFAELLA DUARTE MIRANDA  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

LAURA EDITH TABOADA PINHEIRO  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

**Resumo**

As informações contábeis são importantes para a tomada de decisão dos diferentes usuários. Uma de suas características importantes é a comparabilidade, que permite uma análise relativa entre os pares do mesmo setor. Dentre os usuários da informação, os credores têm um importante papel ao financiarem as atividades das organizações a partir de um custo exigido (custo do capital de terceiros). Neste cenário, o presente estudo objetiva analisar a relação entre comparabilidade das demonstrações financeiras e o custo do capital de terceiros das companhias brasileiras listadas na B3 no período de 2011 a 2017. Foi utilizado o modelo de De Franco, Kothari e Verdi (2011) para mensurar o nível de comparabilidade das empresas. A comparabilidade apresentou um nível médio de -3,90, demonstrando um grau plausível de comparabilidade entre as companhias do mesmo setor. O modelo validado, painel de Efeito Fixos, foi corrigido utilizando erro robusto clusterizados, dada à presença de heterocedasticidade. Os resultados evidenciaram que a variável comparabilidade não apresentou significância estatística. As variáveis Endividamento (End) e log natural do Patrimônio Líquido (logPL) foram estatisticamente significantes com relação positiva ao custo de capital de terceiros. Desta forma, empresas maiores e mais endividadas tendem a possuir maior custo da dívida. Evidencia que as empresas brasileiras seguem um padrão contábil para contabilização de eventos contábeis semelhantes, com alto nível de comparabilidade. Entretanto, a comparabilidade não é um fator determinante do custo do capital de terceiros. Os resultados contribuem para a literatura sobre o uso de informações contábeis por detentores de dívida e até que ponto o relatório financeiro atende às suas necessidades específicas.

**ASSOCIAÇÃO ENTRE COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES  
CONTÁBEIS E CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS****RESUMO**

As informações contábeis são importantes para a tomada de decisão dos diferentes usuários. Uma de suas características importantes é a comparabilidade, que permite uma análise relativa entre os pares do mesmo setor. Dentre os usuários da informação, os credores têm um importante papel ao financiarem as atividades das organizações a partir de um custo exigido (custo do capital de terceiros). Neste cenário, o presente estudo objetiva analisar a relação entre comparabilidade das demonstrações financeiras e o custo do capital de terceiros das companhias brasileiras listadas na B3 no período de 2011 a 2017. Foi utilizado o modelo de De Franco, Kothari e Verdi (2011) para mensurar o nível de comparabilidade das empresas. A comparabilidade apresentou um nível médio de -3,90, demonstrando um grau plausível de comparabilidade entre as companhias do mesmo setor. O modelo validado, painel de Efeito Fixos, foi corrigido utilizando erro robusto clusterizados, dada à presença de heterocedasticidade. Os resultados evidenciaram que a variável comparabilidade não apresentou significância estatística. As variáveis Endividamento (End) e log natural do Patrimônio Líquido (logPL) foram estatisticamente significantes com relação positiva ao custo de capital de terceiros. Desta forma, empresas maiores e mais endividadas tendem a possuir maior custo da dívida. Evidencia que as empresas brasileiras seguem um padrão contábil para contabilização de eventos contábeis semelhantes, com alto nível de comparabilidade. Entretanto, a comparabilidade não é um fator determinante do custo do capital de terceiros. Os resultados contribuem para a literatura sobre o uso de informações contábeis por detentores de dívida e até que ponto o relatório financeiro atende às suas necessidades específicas.

**Palavras-chaves:** comparabilidade; custo de capital de terceiros; demonstrações contábeis.

**1 INTRODUÇÃO**

Os demonstrativos contábeis são importantes fontes de informação para diferentes usuários ao auxiliar na tomada de decisão. Conforme o CPC 00 (2011) as informações contábeis precisam apresentar as seguintes características: relevância, fidedignidade, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade para que atinjam seu objetivo.

Em relação à comparabilidade, a norma esclarece que esta corresponde a possibilidade dos usuários compararem as demonstrações contábeis de uma entidade ao longo do tempo, proporcionando identificar tendências em relação à posição patrimonial e financeira e quanto ao desempenho das organizações (CPC 00, 2011). Sendo assim, trata-se de uma característica importante da informação contábil contribuindo com a maior utilidade da informação, ao passo que ajuda os usuários a processar melhor as informações contidas nos relatórios financeiros.

Estudos já foram realizados analisando o impacto da comparabilidade em diferentes aspectos. Fang *et al.* (2012) estudaram empresas públicas norte-americanas no período de 1982 a 2009 e encontraram fortes evidências de que a comparabilidade contábil está negativamente associada com *spread* de juros do empréstimo. Em relação a comparabilidade e a classificação de risco, Kim, Kraft e Ryan (2013) apresentaram evidências de que uma maior comparabilidade está associada com menor frequência e magnitude de classificações realizadas por agências de risco. Os resultados reafirmam que maior comparabilidade das demonstrações contábeis reduz a incerteza dos participantes do mercado de dívida e o risco de crédito das empresas.

Chen *et al.* (2018) também demonstraram o papel da comparabilidade das informações em empresas americanas. Neste estudo verificou-se que na aquisição de negócios, as aquisições são mais lucrativas quando há maior comparabilidade das informações contábeis. Os autores ressaltam que isso é pautado pela redução da assimetria de informação.

Contudo, a comparabilidade vem reforçar o objetivo da informação contábil de fornecer informações que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisões econômicas (CPC 00, 2011). A norma contábil destaca que há diferentes usuários da informação, sendo eles: investidores, empregados, credores por empréstimos, fornecedores e outros credores comerciais, clientes, governo e suas agências e público em geral. Em relação aos credores, estes representam uma importante fonte de recurso financeiro para as organizações. Entretanto, este recurso apresentará um custo denominado custo do capital de terceiros ou custo da dívida que estará associado ao risco da transação (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002). Os credores têm importante interesse em avaliar a capacidade das empresas de cumprir seus compromissos e os demonstrativos contábeis são uma importante fonte de informação para esta análise.

As pesquisas sobre o mercado de dívida ressaltam que a alta qualidade do relatório financeiro resulta em menor custo da dívida (Su, Yang & Dutta, 2017; Mansi, Maxwell & Miller, 2004; Bharath *et al.*, 2008 e Kim *et al.*, 2011). Quanto a esta temática, Su, Yang e Dutta (2017) ressaltam que a comparabilidade desempenha um papel importante para os credores e acionistas ao desempenhar uma relevância em protegê-los. Os autores analisaram a comparabilidade das informações contábeis e o risco da dívida das empresas chinesas listadas e encontraram que a comparabilidade das informações contábeis impactada na relação entre a qualidade da informação e o custo do capital do credor. Os achados demonstram que a comparabilidade das informações contábeis tem efeitos negativos no custo do capital da dívida, em outras palavras, informações mais comparáveis (maior qualidade), menor o custo de capital de terceiros.

Não há evidências no cenário brasileiro do impacto da comparabilidade da informação no custo de capital de terceiros. Desta forma, o presente estudo objetiva analisar o impacto da comparabilidade da informação contábil no custo do capital de terceiros das empresas brasileiras listadas na B3 a partir do modelo de De Franco *et al.* (2011). Este modelo apresenta uma métrica que permite avaliar a comparabilidade da informação contábil.

O presente estudo reforçará a importância da comparabilidade enquanto características das informações contábeis, principalmente considerando os credores como usuários desta informação. Ademais, poderá evidenciar a importância da comparabilidade na elaboração de relatórios contábeis e ressaltar sua importância para as empresas como fonte de evidenciação, contribuindo para a aquisição de recursos via terceiros.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Custo de Capital de Terceiros**

Diante da complexidade do funcionamento do mercado financeiro e do avanço da concorrência, as empresas demandam constantes investimentos em novos produtos, na abertura de novos mercados e na inserção de novas tecnologias. Para tanto, as empresas necessitam buscar financiamento por meio de capital próprio ou capital de terceiros.

O custo de capital é a remuneração esperada por acionistas e credores pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em um determinado investimento em vez de outro de risco semelhante. A estrutura de capital de uma empresa é representada pela participação de diferentes fontes de recursos no financiamento de seus ativos. Basicamente, existem duas fontes de financiamento: capital próprio, que corresponde ao patrimônio líquido da entidade, e, no caso das companhias abertas, o montante financiado por emissão de ações; e capital de terceiros, que corresponde aos passivos exigíveis de curto ou de longo prazo. As

empresas podem optar pela estrutura de capital que desejarem, priorizando capital próprio ou de terceiros. Entretanto, para fazer essa escolha, a entidade deve considerar sua avaliação pela relação risco-retorno, e então decidir qual é a proporção entre capital próprio e dívida que melhor atende ao seu objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas (Machado, do Prado, Vieira, Antonialli & dos Santos, 2016).

Especificamente, o custo de capital de terceiros é determinado através dos juros pagos aos credores. Contudo, esses juros cobrados não se relacionam de forma direta com o fluxo de caixa futuro da empresa, haja vista que o credor exige garantias para o empréstimo que se tornam balizadoras para a mensuração desse risco e dos juros cobrados, não importando o nível de resultado que a empresa apresentará, e sim se terá caixa para honrar esses compromissos, isto é, o que o intermediário financeiro exige para fornecer o recurso é a comprovação da capacidade de pagamento (Calhau, 2012).

Portanto, os credores emprestam recursos às entidades os quais devem ser reembolsados em uma data posterior. Tais credores exigem o pagamento de juros em troca do recurso fornecido à companhia, essa taxa de juros é o custo do capital da dívida. Para Neto (2003), o custo do capital de terceiros é determinado de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa.

Normalmente, o custo do capital próprio excede o custo da dívida. Pois, o risco para os acionistas é maior do que para os credores, uma vez que o pagamento da dívida é exigido por lei, independentemente das margens de lucro de uma empresa. Por este motivo, a remuneração paga aos credores (juros) geralmente é inferior ao custo de capital próprio. Assim ao optar pelo financiamento por capital de terceiros, a empresa ganha em rentabilidade, apropriando-se do spread entre o retorno de seus investimentos e o custo efetivo de sua dívida. Silva (2007) afirma que a agregação de dívidas ao capital próprio constitui um mecanismo de alavancagem, capaz de aumentar a lucratividade obtida pelos acionistas, bem como o risco associado a esta.

A qualidade da divulgação dos relatórios contábeis é influenciada por determinados incentivos, tais como a concentração de propriedade (Barth et al., 2008; Chen et al.; 2010; Gaio, 2010; Isidro & Raonic, 2012) e da alavancagem financeira (Barth et al., 2008; Kohlbeck & Warfield, 2010), influenciando o custo de capital das companhias (Lambert, Leuz e Verrecchia, 2007; Mackenzie *et al.* 2013). Desse modo, a qualidade das informações contábeis podem influenciar de forma específica o custo da dívida. Sengupta (1998) encontrou evidências em sua pesquisa de que, para 1% de qualidade na divulgação das informações, o custo de capital de terceiros das empresas reduz em 0,02%.

## **2.2 Comparabilidade das Demonstrações Contábeis**

A qualidade da informação contábil está diretamente relacionada com o ambiente econômico, no qual as empresas estão inseridas. O mesmo é altamente competitivo, demandando constante melhoria da qualidade das informações prestadas e do gerenciamento de resultados divulgados pelas empresas aos diversos usuários das informações, sejam eles internos ou externos (De Andrade, Alves, de Oliveira & de Sousa, 2018).

Para aprimorar a qualidade da informação contábil é necessário seguir as características que permeiam a qualidade dos relatórios financeiros, as quais segundo o CPC 00 (2011 R1) são divididas em dois grupos: fundamentais - relevância e fidedignidade, e de melhorias - comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade. Os atributos da qualidade elencados seguem os critérios ditados pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).

O objeto de estudo desta pesquisa é a comparabilidade, característica que deve possibilitar ao usuário o conhecimento da evolução entre determinada informação ao longo do tempo, de uma mesma entidade ou de diversas entidades, ou ainda a situação de uma mesma

entidade ao longo do tempo, com vista a possibilitar-se o conhecimento das suas posições relativas. A concretização da comparabilidade depende da conservação dos aspectos substantivos e formais das informações. (Resolução CFC nº 785 de 28 de julho de 1995).

A comparabilidade influencia a decisão dos usuários finais das demonstrações financeiras, pois as empresas pares servem como referência na análise das informações contábeis. Adicionalmente, conforme pesquisas anteriores, a comparação entre empresas é importante pois possibilita analisar os índices financeiros das entidades com empresas pares apropriadas para formular um juízo sobre o desempenho de uma empresa (Stickney & Weil 2006). Bem como o aumento da qualidade e da comparabilidade das demonstrações financeiras, e o conseqüente aumento da utilidade da informação, apresentam um impacto positivo na quantidade e capacidade de previsão dos analistas financeiros, no mercado de capitais, no mercado de crédito, na remuneração dos executivos e nas decisões econômicas das empresas (Martinez & Dumer; 2013; Santos *et al.*, 2010). Em relação à informatividade, os preços das ações refletem as expectativas do mercado em relação ao desempenho futuro da empresa, com isso, a comparabilidade expande as informações disponíveis sobre a empresa melhorando a capacidade de previsão pelos investidores (Haw, Hu, Lee, & Wu, 2012).

De Franco, Kothari e Verdi (2011) consideram o sistema contábil como um “mapeamento” de informações de eventos econômicos em demonstrações financeiras e, assim, desenvolveram um modelo, o qual captura como duas empresas respondem por eventos semelhantes. Afinal, segundo estes autores, duas empresas são comparáveis se os seus resultados contábeis forem similares para o mesmo evento econômico.

### **3 METODOLOGIA**

Quanto aos seus objetivos, este estudo pode ser caracterizado como de natureza descritiva. A investigação é descritiva quando se expõe características de determinada população ou fenômeno, podendo, também, estabelecer correlações entre variáveis. Quanto à abordagem do problema será um estudo quantitativo, pois trata os dados através de técnicas estatísticas. Quanto aos procedimentos de coleta e análise, trata-se de análise documental, uma vez que serão utilizados dados secundários extraídos das demonstrações contábeis (Martins & Theófilo, 2009).

A amostra do presente estudo foi constituída por empresas listadas na B3, as quais foram classificadas por setor conforme a classificação do North American Classification System (NAICS). O NAICS consiste em um sistema de classificação industrial norte americano com o objetivo de proporcionar uma base conceitual comum para coleta, análise e disseminação de estatística industrial utilizada pelo governo, pela universidade, pela comunidade do negócio e pelo público em geral. É uma classificação setorial estruturada em três níveis, no primeiro nível as empresas dividem-se em 20 categorias, sendo que cada uma destas categorias subdividem-se num total de 96 categorias para formar o nível 2, e no nível 3, apresenta-se um total de 313 categorias.

Semelhante a trabalhos que também investigaram a comparabilidade dentro dos setores (De Franco *et al.*, 2011; Yip & Young, 2012; Lang *et al.*, 2010; Ribeiro, 2014; Imhof *et al.*, 2017), na presente pesquisa optou-se pela classificação no nível 2. Os setores selecionados serão aqueles que apresentarem mais que uma companhia com os dados anuais disponíveis do período de 2011 a 2017. Excluiu-se o setor financeiro (Instituição de intermediação de crédito e atividades relacionadas; Investimentos em títulos, commodities e atividades relacionadas; e Seguradora e corretora de seguros), devido às diferenças características deste setor, e os setores “Extração de petróleo e gás” e “Indústria de equipamentos de transporte” por apresentarem discrepâncias na mensuração da comparabilidade. Por fim, foram excluídas as observações que não apresentavam todas as variáveis necessárias para análise, principalmente as que não apresentaram custo de capital de

terceiros, variável dependente do estudo. A amostra final é composta por 154 empresas ao longo de 7 anos, compondo um painel desbalanceado com 871 observações, conforme apresentado na tabela 1.

A amostra final abrange 32 setores, sendo os 10 mais representativos: (i) Empresa de eletricidade, gás e água; (ii) Construção de edifícios; (iii) Indústria de produtos de metal; (iv) Indústria de alimentos; (v) Imobiliária; (vi) Indústria química; (vii) Indústria de roupas; (viii) Atividades auxiliares ao transporte; (ix) Indústria de fios e tecidos; e (x) Indústria de artigos de couro e afins. Tratam-se principalmente setores relacionados a indústria.

Por outro lado, os setores “Transporte ferroviário” e “Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos” apresentaram dados de apenas uma empresa por ano com gaps dentro do período, o que demonstra menor participação, em quantidade de empresas, por estes setores. Também pode indicar uma monopolização do ramo.

**Tabela 1 - Quantidade das Empresas por Setor que compõem a amostra**

	Setor NAICS (Nível 2)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOTAL
1	Agricultura	3	3	4	4	3	4	4	25
2	Atividades auxiliares ao transporte	4	4	4	4	4	5	5	30
3	Comércio atacadista de bens não duráveis	2	2	2	2	2	2	2	14
4	Construção de edifícios	11	12	12	11	10	10	13	79
5	Construção pesada e engenharia civil	2	2	2	0	0	0	0	6
6	Educação	1	1	1	3	3	3	2	14
7	Empresa de eletricidade, gás e água	20	22	24	19	23	25	23	156
8	Imobiliária	6	7	7	7	8	6	5	46
9	Indústria de alimentos	8	7	7	7	7	7	7	50
10	Indústria de artigos de couro e afins	4	4	4	4	3	4	4	27
11	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	1	2	2	2	2	2	2	13
12	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	1	1	1	1	1	1	1	7
13	Indústria de fios e tecidos	4	5	5	4	3	4	5	30
14	Indústria de máquinas	3	3	3	3	2	3	3	20
15	Indústria de móveis e afins	0	2	2	1	1	1	1	8
16	Indústria de papel	1	2	2	3	3	3	4	18
17	Indústria de produtos de metal	8	9	8	7	8	8	10	58
18	Indústria de produtos de minerais não metálicos	3	3	2	2	2	2	2	16
19	Indústria de roupas	5	5	4	5	5	4	5	33
20	Indústria editorial (exceto internet)	2	2	2	2	1	1	1	11
21	Indústria química	5	5	7	7	5	6	7	42
22	Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais	2	2	2	2	2	2	2	14
23	Loja de mercadorias variadas	4	4	4	4	3	3	3	25
24	Loja de roupas e acessórios de vestir	2	2	2	2	2	2	2	14
25	Outras indústrias	4	3	4	4	4	3	3	25
26	Serviços ambulatoriais de saúde	2	2	2	2	2	2	3	15
27	Serviços de apoio a empresas	1	1	1	2	1	1	1	8
28	Serviços de locação e leasing	0	2	2	2	2	2	2	12
29	Serviços profissionais, científicos e técnicos	1	1	2	1	2	1	2	10
30	Siderurgia e indústria básica de outros metais	4	3	4	4	4	4	4	27
31	Telecomunicações	2	2	2	2	3	3	3	17
32	Transporte ferroviário	0	0	0	0	0	0	1	1
	<b>TOTAL</b>	<b>116</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>123</b>	<b>121</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>871</b>

Fonte: Dados da Pesquisa.

### 3.1 Medida do Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital pode ser obtido pela seguinte fórmula:

$$K_{d_{it}} = K_{a_{it}} \times (1 - A_{ir}) \quad (1)$$

Em que:

$K_{d_{it}}$  = Custo de capital de terceiros depois dos efeitos tributários da empresa  $i$  no período  $t$ .

$A_{ir}$  = Alíquota dos tributos sobre o resultado de 34%.

$K_{a_{it}}$  = Custo de capital de terceiros antes dos efeitos dos tributos da empresa  $i$  no período  $t$ . Sendo este igual a:

$$K_{a_{it}} = \frac{\text{Despesa Financeira}}{\text{Passivo Financeiro}} \quad (2)$$

Como Passivo Financeiro foi considerado a soma de Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo e Longo Prazo.

### 3.2 Medida de comparabilidade individual média (COMPM)

O nível de comparabilidade das companhias brasileiras foi calculado com base no modelo de De Franco, Kothari e Verdi (2011). Este modelo consiste em um processo de três etapas conforme apresentado abaixo:

#### 3.2.1 Primeira Etapa

Na primeira etapa para calcular o nível de comparabilidade estima-se a regressão do ROA (Retorno Sobre o Ativo) individualmente para cada empresa utilizando os dados trimestrais dos sete anos que abrangem a amostra, conforme equação 3. Utiliza-se dados trimestrais para que se possa ter uma maior frequência dos retornos e permitir a comparabilidade da informação contábil.

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_i \text{Retorno}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

$ROA_{it}$  = Lucro líquido anual sobre o ativo total final da empresa  $i$  no período  $t$ .

$\text{Retorno}_{it}$  = Retorno médio anual da empresa  $i$  no período  $t$ , calculado com base nos dividendos e valor de mercado das ações.

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro.

O retorno médio de mercado ( $\text{Retorno}_{it}$ ) foi calculado com base nos dividendos e valor de mercado das ações. O retorno sobre o ativo ( $ROA_{it}$ ) foi coletado diretamente do econômica. As variáveis e indicadores utilizados na pesquisa foram calculados sobre valores consolidados. A regressão é estimada para cada setor, pois pressupões a comparabilidade de empresas que possuem proximidade de atuação.

#### 3.2.2 Segunda Etapa

Na segunda etapa, após a estimação dos parâmetros das funções individuais, foi projetado o ROA esperado  $[E(ROA)]$  de cada empresa com base nas regressões obtidas. Primeiro, estimou-se o ROA específico da companhia no período de acordo com a seguinte função:

$$E(ROA_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \text{Retorno}_{it} \quad (4)$$

Em que:

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

Em seguida, foi definido o  $E(ROA)$  das outras empresas utilizando-se o retorno da empresa  $i$  e os estimadores de todas as outras companhias do mesmo setor, segundo a seguinte equação:

$$E(ROA_{ijt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \text{Retorno}_{it} \quad (5)$$

Em que:

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

### 3.2.3 Terceira Etapa

Conforme as equações 4 e 5, a ideia central consiste em manter o evento econômico constante, usando os estimadores de uma companhia no evento econômico da outra. Logo, a medida de comparabilidade é a média da distância entre estas duas funções para cada ano [ $E(ROA_{iit}) - E(ROA_{ijt})$ ]. Quanto mais próximas forem as duas funções, maior é a comparabilidade entre as companhias (De Franco *et al.*, 2011). A comparabilidade foi calculada pela proximidade de cada função por período (trimestral) de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Comp}_{ijt} = -\frac{1}{28} * \sum_{t=1}^{28} |E(ROA_{iit}) - E(ROA_{ijt})| \quad (6)$$

Em que:

$\text{Comp}_{ijt}$  = Retorno sobre o ativo esperado da empresa  $i$  com base nos estimadores da empresa  $j$  e o retorno da empresa  $i$  no período  $t$ .

De acordo com esta medida definida na equação 6, quanto maior for o valor obtido em  $\text{Comp}_{ijt}$ , maior é a comparabilidade entre as companhias. De Franco *et al.* (2011) destaca a fórmula é multiplicada por menos um (-1) exatamente para gerar uma relação de que quanto maior a distância, maior a comparabilidade.

A  $\text{Comp}_{ijt}$  é uma medida relativa, ou seja, ela mede as distâncias médias entre as funções de duas empresas, ou mais. Para encontrar uma medida de comparabilidade individual é necessário calcular a média destas distâncias entre as companhias de referência. Assim tem-se que:

$$\text{COMP}_{it} = \frac{\text{Comp}_{ijt}}{n} \quad (7)$$

Em que:

$\text{COMP}_{it}$  = Medida de comparabilidade individual de cada companhia em relação aos seus pares do setor.

$\text{Comp}_{ijt}$  = Medida de comparabilidade relativa de cada par de empresas.

$n$  = Número de companhias no setor (ou sendo comparadas).

Ressalta-se que em relação à mensuração original proposta por De Franco *et al.* (2011) foram realizadas três adaptações seguindo Ribeiro (2014):

- i. o retorno sobre o lucro será medido utilizando o lucro líquido e não o lucro das operações como no modelo original. Tal alteração foi realizada, porque no Brasil a adoção do padrão IFRS acabou com o lucro operacional e criou os resultados líquidos de operações continuadas.
- ii. a função de comparabilidade individual será estimada com base 28 trimestres, e no modelo original utilizaram-se 16 trimestres. Estudos com períodos ainda menores (4 períodos) não documentaram viés na medida de comparabilidade (Yip & Young, 2012; Lang *et al.*, 2010; Cascino & Gassen, 2012; Brochet *et al.*, 2013). Por outro lado, a utilização de um período maior de análise minimizaria a presença de itens extraordinários ao retorno das companhias.
- iii. O lucro será deflacionado utilizando o ativo total final ao invés do valor de mercado da companhia. O objetivo de deflacionar o lucro é retirar qualquer efeito tamanho do modelo, portanto, como a comparabilidade é uma medida relativa, o mais importante não é qual medida vai ser utilizada no denominador, mas sim utilizar a mesma medida para todas as companhias.

Destaca-se que para o cálculo da comparabilidade é necessário que existam pelo menos duas empresas por setor. Portanto, a mensuração foi feita antes do recorte da amostra descrito anteriormente. Espera-se que a comparabilidade tenha relação negativa com o custo de capital de terceiros, conforme apontado pelos estudos de Su, Yang e Dutta (2017), Mackenzie *et al.* (2013), Kim *et al.* (2011) e Lambert, Leuz e Verrecchia (2007).

### 3.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle acrescentadas ao modelo que podem influenciar a associação entre comparabilidade e custo do capital de terceiros estão apresentadas na tabela a seguir.

Tabela 2 - Variáveis do Modelo e Relação Esperada

Proxy	Variável do modelo	Operacionalização	Relação Esperada	Fonte
$Setor_{it}$	Dummy para efeitos fixos do setor	Variável <i>dummy</i> com categorias de acordo com os setores econômicos do NAICS nível 2.	Incerto	Economática
$End_{it}$	Endividamento	Dívida de longo prazo dividida pelo patrimônio líquido da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i>	Negativa	Economática
$logAT_{it}$	Tamanho	Log natural dos ativos totais, para uma empresa no início do ano ( $AT_{it-1}$ ).	Negativa	Economática
$logRL_{it}$	Tamanho	Log natural da receita líquida, para uma empresa no início do ano ( $RL_{it-1}$ ).	Negativa	Economática
$logPL_{it}$	Tamanho	Log natural do Patrimônio Líquido, para uma empresa no início do ano ( $PL_{it-1}$ ).	Negativa	Economática
$ROA_{it}$	Rentabilidade	Divisão do lucro líquido pelo ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> .	Negativa	Economática
$logVM_{it}$	Valor de Mercado	Log natural do valor de mercado da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> .	Negativa	Economática

Fonte: Adaptado de Su, Yang e Dutta (2017), Mansi, Maxwell e Miller (2004), Bharath et al. (2008) e Kim et al. (2011).

### 3.4. Delineamento do Modelo

O modelo para analisar a relação entre comparabilidade e o custo do capital de terceiros é representado conforme abaixo:

$$K_{dit} = \alpha_0 + \beta_1 COMP_{it} + \beta_2 Setor_{it} + \beta_3 End_{it} + \beta_4 logAT_{it} + \beta_5 logRL_{it} + \beta_6 logPL_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 logVM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em que:

$k_{d_{it}}$  = Custo de capital de terceiros da empresa  $i$  no período  $t$ .

$COMPM_{it}$  = Medida de comparabilidade individual de cada companhia em relação aos seus pares do setor.

$Setor_{it}$  = *Dummy* para efeitos fixos do setor

$End_{it}$  = Endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ .

$\log AT_{it}$  = Log natural dos ativos totais, para uma empresa  $i$  no período  $t$ .

$\log RL_{it}$  = Log natural da receita líquida, para uma empresa  $i$  no período  $t$ .

$\log PL_{it}$  = Log natural do Patrimônio Líquido, para uma empresa  $i$  no período  $t$ .

$ROA_{it}$  = Retorno sobre os ativos da empresa  $i$  no período  $t$ .

$\log VM_{it}$  = Log natural do Valor de Mercado, para uma empresa  $i$  no período  $t$ .

Os dados selecionados classificam-se como dados em painel, pois possuem análise de série temporal e corte transversal. Foram realizados testes para definição do modelo de regressão utilizado, sendo eles: *Pooled*, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, conforme apresentados por Heij *et al.* (2004).

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o intuito de alcançar o objetivo proposto, é importante inicialmente analisar as estatísticas descritivas das variáveis do modelo. Estas são apresentadas na tabela a seguir:

**Tabela 3- Estatísticas Descritivas**

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Máximo
kd	24,86%	11,08%	88,81%	357,31%	0,00%	1.941,90%
COMPM	-3,90	-2,67	3,60	-92,15%	-48,32	-0,24
End	0,72	0,47	2,60	361,44%	-28,39	21,77
logAT	14,87	15,02	1,73	11,61%	9,64	18,97
logRL	13,05	13,57	2,57	19,73%	0,00	17,49
logPL	13,84	14,02	1,75	12,61%	7,63	18,16
ROA	1,57	3,65	14,66	931,78%	-132,88	54,43
logVM	13,97	14,39	2,15	15,39%	7,51	18,17

Fonte: Dados da Pesquisa.

Em relação ao Custo de Capital de Terceiros (Kd), as empresas apresentaram em média um custo de 24,86% ao ano. Destaca-se que algumas empresas apresentaram custo zerado em alguns anos. Isso ocorreu devido ao fato de nestes períodos estas empresas não apresentarem Despesa Financeira. Outro fato interessante diz respeito alto coeficiente de variação e empresas que apresentaram valor do custo muito elevado, visto pelo máximo. Isso demonstra uma heterogeneidade das amostra em relação ao custo de capital de terceiros.

A medida de Comparabilidade (COMPM) vem reforçar este cenário. Apesar de apresentar valores negativos e positivos, compreendendo um intervalo significativo. As empresas apresentaram média igual a -3,90. Este valor indica que as empresas do mesmo setor apresentam alto grau de comparabilidade e, desta forma, quando analisada em pares, os resultados dos retornos são capazes de serem estimados a partir das  $n$  empresas do mesmo setor, conforme demonstrado nas equações 4 a 7.

Quanto às variáveis de controle: Endividamento (End), log natural do ativo total (logAT), log natural da Receita Líquida (logRL), log natural do Patrimônio Líquido (logPL) e log natural do Valor de Mercado (logVM), estes apresentaram médias bem próximas da mediana. Por outro lado é expressivo o coeficiente de variação do Endividamento, Retorno

sobre o Ativo (ROA). Essa grande dispersão ressalta que a amostra apresenta empresas muito heterogêneas o que pode indicar baixa comparabilidade no mercado como todo. Este fato não exclui a possibilidade de comparação das empresas do mesmo setor, pois esta sim podem apresentar maior grau de comparabilidade e, portanto, menor distância dos retornos a partir dos estimadores dos pares.

Os valores das estatísticas do Custo de Capital de Terceiro por setor são apresentados na tabela 4.

**Tabela 4 - Estatísticas do Custo do Capital de Terceiro ( $K_d$ ) por Setor**

Setor NAICS (Nível 2)	Média	Mediana	Mínimo	Máximo
Agricultura	14,74%	13,43%	7,55%	33,85%
Atividades auxiliares ao transporte	10,24%	9,41%	1,76%	24,34%
Comércio atacadista de bens não duráveis	14,54%	12,84%	7,01%	27,52%
Construção de edifícios	4,68%	3,85%	0,98%	17,50%
Construção pesada e engenharia civil	18,47%	19,52%	7,43%	25,17%
Educação	29,92%	24,67%	12,36%	85,28%
Empresa de eletricidade, gás e água	11,68%	9,23%	1,25%	47,54%
Imobiliária	11,05%	7,27%	1,88%	47,26%
Indústria de alimentos	31,10%	13,21%	4,32%	507,95%
Indústria de artigos de couro e afins	24,63%	18,66%	8,91%	74,11%
Indústria de computadores e produtos eletrônicos	10,22%	9,54%	2,34%	19,71%
Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	303,08%	278,87%	160,18%	460,97%
Indústria de fios e tecidos	15,56%	10,21%	3,94%	67,47%
Indústria de máquinas	9,55%	9,90%	0,97%	20,32%
Indústria de móveis e afins	136,10%	8,11%	5,73%	1.007,77%
Indústria de papel	13,08%	10,77%	3,07%	64,07%
Indústria de produtos de metal	38,29%	22,42%	3,66%	405,90%
Indústria de produtos de minerais não metálicos	21,62%	20,61%	3,00%	42,91%
Indústria de roupas	89,90%	24,78%	6,60%	1.941,90%
Indústria editorial (exceto internet)	8,88%	7,81%	6,41%	14,37%
Indústria química	43,50%	21,50%	5,50%	466,52%
Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais	16,49%	14,05%	3,86%	35,04%
Loja de mercadorias variadas	12,81%	12,17%	2,26%	39,45%
Loja de roupas e acessórios de vestir	9,53%	8,68%	3,74%	18,77%
Outras indústrias	56,53%	13,06%	7,17%	648,46%
Serviços ambulatoriais de saúde	9,82%	9,86%	6,15%	15,42%
Serviços de apoio a empresas	13,32%	13,58%	6,46%	20,59%
Serviços de locação e leasing	8,14%	7,93%	5,22%	11,71%
Serviços profissionais, científicos e técnicos	28,95%	9,11%	5,43%	184,06%
Siderurgia e indústria básica de outros metais	22,76%	7,44%	4,68%	229,01%
Telecomunicações	15,18%	13,22%	0,00%	36,01%
Transporte ferroviário	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%

Fonte: Dados da Pesquisa.

Em relação ao custo de capital de terceiros das empresas de cada setor, é notório que alguns setores apresentaram valores médios mais elevados, como Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos (303,08%), Indústria de móveis e afins (136,10%) e Indústria de roupas (89,90%). Os setores com menores custos foram Construção de edifícios (4,68%), Serviços de locação e leasing (8,14%) e Indústria editorial (exceto internet) (8,88%). A diferenciação de nível de custo dentre os setores deve-se dar, principalmente devido ao nível de risco de cada atividade. Como ressalta Machado, do Prado,

Vieira, Antonialli e dos Santos (2016), a proporção do uso das fontes de financiamento se dá pautada nos custos de cada fonte de forma a maximizar a riqueza dos acionistas. Está diretamente relacionado ao risco do investimento (Calhau, 2012; Neto, 2003).

A tabela 5 vem apresentar a medida de comparabilidade para cada setor analisado.

**Tabela 5 - Estatísticas da Medida COMPM por Setor**

Setor NAICS (Nível 2)	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Quantidade Empresas na Amostra
Agricultura	-3,90	-3,77	-5,22	-2,82	25
Atividades auxiliares ao transporte	-4,85	-4,62	-7,12	-2,62	30
Comércio atacadista de bens não duráveis	-12,49	-14,68	-16,58	-1,76	14
Construção de edifícios	-3,36	-2,71	-11,46	-2,25	79
Construção pesada e engenharia civil	-3,14	-3,11	-4,40	-2,42	6
Educação	-3,23	-3,14	-4,77	-2,27	14
Empresa de eletricidade, gás e água	-2,11	-1,67	-12,96	-1,16	156
Imobiliária	-1,67	-1,54	-7,00	-1,00	46
Indústria de alimentos	-7,22	-7,19	-12,58	-3,44	50
Indústria de artigos de couro e afins	-5,28	-5,51	-7,13	-2,77	27
Indústria de computadores e produtos eletrônicos	-2,33	-2,33	-2,48	-2,07	13
Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	-4,85	-4,90	-5,09	-4,41	7
Indústria de fios e tecidos	-2,37	-1,92	-4,58	-0,79	30
Indústria de máquinas	-2,30	-2,17	-2,90	-1,99	20
Indústria de móveis e afins	-0,80	-0,82	-0,99	-0,50	8
Indústria de papel	-1,83	-1,56	-3,88	-0,24	18
Indústria de produtos de metal	-7,06	-6,05	-48,32	-3,36	58
Indústria de produtos de minerais não metálicos	-2,97	-2,94	-6,36	-0,96	16
Indústria de roupas	-5,04	-4,76	-7,16	-3,70	33
Indústria editorial (exceto internet)	-1,76	-1,14	-5,19	-0,65	11
Indústria química	-2,83	-2,29	-10,19	-1,33	42
Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais	-17,59	-18,49	-20,10	-12,46	14
Loja de mercadorias variadas	-0,35	-0,37	-0,42	-0,26	25
Loja de roupas e acessórios de vestir	-2,04	-2,04	-2,52	-1,61	14
Outras indústrias	-6,58	-5,23	-10,93	-4,32	25
Serviços ambulatoriais de saúde	-1,87	-1,87	-2,26	-1,45	15
Serviços de apoio a empresas	-3,60	-3,54	-4,28	-3,20	8
Serviços de locação e leasing	-1,53	-1,60	-1,91	-0,68	12
Serviços profissionais, científicos e técnicos	-4,21	-3,50	-10,68	-0,50	10
Siderurgia e indústria básica de outros metais	-1,28	-0,96	-2,96	-0,74	27
Telecomunicações	-9,55	-9,69	-9,98	-8,88	17
Transporte ferroviário	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

Quando analisado o nível de comparabilidade para cada setor, alguns setores apresentam maiores médias: "Transporte ferroviário" (-0,25), "Loja de mercadorias variadas" (-0,35) e "Indústria de móveis e afins" (-0,80). Este fato mostra que as empresas destes setores apresentaram melhor comparabilidade. Em contrapartida, os setores "Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais" (-17,59), "Comércio atacadista de bens não duráveis" (-12,59) e "Telecomunicações" (-9,55) apresentaram menores médias, sem, portanto, composto por empresas com pior comparabilidade. Observa-se que uma melhor comparabilidade não está associada com menos empresas no setor.

Os resultados do modelo de regressão e dos testes estão apresentados na tabela a 6.

**Tabela 6- Resultados do Modelo de Regressão.**

	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Modelo Final
_cons	<b>1,23***</b> (0,42)	1,93 (1,70)	<b>1,23***</b> (0,42)	1,93 (1,79)
COMPM	<b>-0,03*</b> (0,01)	-0,00 (0,02)	<b>-0,03*</b> (0,01)	-0,00 (0,01)
End	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	<b>0,01**</b> (0,01)
logAT	<b>-0,19***</b> (0,06)	-0,20 (0,13)	<b>-0,19***</b> (0,06)	-0,20 (0,19)
logRL	-0,01 (0,02)	-0,04 (0,05)	-0,01 (0,02)	-0,04 (0,03)
logPL	0,06 (0,05)	<b>0,20***</b> (0,08)	0,06 (0,05)	<b>0,20*</b> (0,12)
ROA	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)
logVM	0,06 (0,04)	-0,07 (0,06)	0,06 (0,04)	-0,07 (0,07)
12.nSetor	<b>3,00***</b> (0,43)	Omitida	<b>3,00***</b> (0,43)	Omitida
15.nSetor	<b>1,58***</b> (0,39)	Omitida	<b>1,58***</b> (0,39)	Omitida
19.nSetor	<b>0,71***</b> (0,27)	Omitida	<b>0,71***</b> (0,27)	Omitida
R <sup>2</sup> Ajustado; rho	12,96%	37,77%	7,68%	37,77%
Teste VIF	2,64			
Breusch-Pagan	2298,92***			
RESET	20,83***			
Chow		2,33***		
Breusch-Pagan		2,70**		
Hausman		27,86***		

Fonte: Dados da Pesquisa.

Obs.: valor da estatística e erro padrão em parênteses. Em negrito as variáveis estatisticamente significativas considerado os níveis de significância: \*10%; \*\*5%; \*\*\*1%. O modelo final foi Efeito Fixos com correção erro robusto clusterizados.

Antes da análise do modelo final, foi necessária a realização dos testes para verificar a adequabilidade dentre os modelos *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. O Teste de Chow foi realizado para verificar a preferência da utilização de *pooled* em detrimento a Efeito Fixo. Considerando um nível de significância de 5%, foi rejeita a hipótese nula de *pooled* sendo preferível Efeitos Fixos ( $p$ -valor= 0,0000). Em seguida foram realizados os testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Segundo Heij *et al.* (2004) e Johnston e Dinardo (1998), o primeiro teste verifica entre o Modelo *Pooled* e Modelo de Efeitos Aleatórios qual é o mais favorável, e o último entre o Modelo Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos qual é o mais favorável. O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de preferência ao *Pooled* ( $p$ -valor= 0,0500) havendo, portanto a preferência pelo Modelo de Efeitos Aleatórios. Por fim, o Modelo Final adotado foi de Efeitos Fixos, comprovado pelo Teste de Hausman ( $p$ -valor= 0,0002), rejeitando a hipótese nula de preferência por Efeitos Aleatórios, a 5% de significância. O modelo não apresentou problemas de autocorrelação (Teste de Wooldridge,  $p$ -valor= 0,2704), mas sim para heterocedasticidade (Teste de Wald,  $p$ -valor = 0,0000), sendo necessário ajuste no modelo final.

Observa-se que em relação a variância explicada medida pelo  $\rho$  nos Modelos de Efeito Fixo e Efeitos Aleatório, o primeiro é o que apresenta maior poder de explicação. Tanto o modelo *pooled* quanto Efeitos Aleatórios (rejeitado pelo teste) levam a resultados diferentes, mostrando significância da Comparabilidade (COMPM) com relação inversa. Isso levaria a conclusão que maior comparabilidade afeta negativamente no custo de capital de terceiro. Provavelmente essa relação estaria associada ao menor risco advindos da qualidade da informação, diminuindo o custo de capital, conforme apontado nos estudos internacionais de Su, Yang e Dutta (2017), Mackenzie *et al.* (2013), Kim *et al.* (2011) e Lambert, Leuz e Verrecchia (2007).

Entretanto, no modelo de Efeitos Fixos (apontado pelos testes como mais adequado), apenas o log do Patrimônio Líquido (logPL) foi estatisticamente significativo. O sinal positivo do coeficiente (0,20) mostra uma relação positiva entre custo e tamanho. Ou seja, empresas maiores tendem a apresentar maiores custos de capital de terceiro. O resultado foi contrário do esperado Conforme Ribeiro (2014), a relação positiva estaria associada aos custos, principalmente do controle interno. Diferente do que o autor encontrou com o capital próprio, o capital de terceiros mostrou uma relação positiva possivelmente pautada que empresas maiores possuem maiores exigências quanto à regulamentação fiscal, controles, governança corporativa e o próprio acompanhamento dos proprietários. Estes fatores provavelmente diminuem o risco das empresas, proporcionando um menor custo de capital. As demais variáveis não são estatisticamente significantes para explicar a variação no custo de capital da dívida.

No modelo final (Efeito Fixos com correção erro robusto clusterizados), a comparabilidade manteve-se estatisticamente significativa. Neste modelo, além do logPL, o endividamento (End) também apresentou significância a 5%. Esta variável apresentou relação positiva com o custo de capital de terceiros, mostrando que maior endividamento aumenta o custo da dívida. A relação positiva entre custo da dívida e endividamento pode ser justificada pelo aumento de cláusulas de *covenants*, assim como o aumento do monitoramento por parte dos credores que incentivaria um aumento do gerenciamento de resultado e, assim, tornando-se eventos mais arriscados, conforme destaca Costa, Matte e Monte-Mor (2018).

Destaca-se, também, que apesar dos setores 12 (Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos), 15 (Indústria de móveis e afins) e 19 (Indústria de roupas) terem sido significantes no *pooled* e Efeitos aleatórios, nenhuma *dummy* de setor teve significância no modelo final.

Os resultados do presente estudo vão em oposição ao relatado por Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) e Mackenzie *et al.* (2013). Estes estudos internacionais destacam que a comparabilidade influencia o custo de capital das companhias, o que não foi corroborado no cenário brasileiro. Os resultados divergentes podem se pautar no baixo valor da Medida de Comparabilidade encontrado para as empresas brasileiras da amostra.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve por objetivo analisar o impacto da comparabilidade da informação contábil no custo do capital de terceiros das empresas brasileiras listadas na B3 a partir do modelo de De Franco *et al.* (2011). Estudos internacionais como Su, Yang e Dutta (2017), Mansi, Maxwell e Miller (2004); Bharath *et al.* (2008) e Kim *et al.* (2011) têm demonstrado o impacto da qualidade da informação nos custos do capital de terceiros. Os autores indicam que informações mais comparáveis apresentam menor custo da dívida, dado que maior comparabilidade implica em menor risco.

Conforme os resultados da presente pesquisa, as empresas apresentaram em média um custo de capital de terceiros de 24,86% ao ano. Entretanto, alguns setores apresentaram valores mais elevados, como Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes

elétricos (303,08%), Indústria de móveis e afins (136,10%) e Indústria de roupas (89,90%). A diferenciação de nível de custo dentre os setores ocorre possivelmente devido ao nível de risco de cada atividade (Neto, 2003; Calhau, 2012; Machado, do Prado, Vieira, Antonialli & dos Santos (2016).

A medida de Comparabilidade apresentou média de -3,90. Este valor demonstra um nível razoável de comparabilidade das informações das empresas brasileiras entre os pares de setores. Como destaca De Franco *et al.* (2011), quanto mais próxima forem as duas funções (equação 4 e 5), maior é a comparabilidade entre as companhias. Desta forma, as companhias do mesmo setor apresentam resultados contábeis similares para eventos econômicos semelhantes, sendo factível compará-las.

Alguns setores mostraram-se menos comparáveis, tais como “Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais”, “Comércio atacadista de bens não duráveis” e “Telecomunicações”. Ressalta-se que a comparabilidade foi calculada considerando todas as empresas do setor, antes da seleção da amostra descrita na metodologia, para evitar viés de seleção.

Com base na literatura referente ao tema estudado, diversos fatores influenciam no custo de captação de recursos de terceiros (Neto, 2003; Lambert *et al.*, 2007 e Mackenzie *et al.* 2013). Considerando o modelo desenvolvido e os testes estatísticos realizados, a variável comparabilidade e as variáveis de controle: Endividamento (End), log natural do ativo total (logAT), log natural da Receita Líquida (logRL), Rentabilidade sobre o Ativo (ROA) e log natural do Valor de Mercado (logVM) não apresentaram significância estatística. Estes resultados divergentes podem se pautar no baixo valor da Medida de Comparabilidade encontrado para as empresas brasileiras da amostra.

No modelo validado apenas as variáveis de tamanho (logPL) e de endividamento (End) apresentaram significância estatística, corroborando o apontado pela literatura. Entretanto, o sinal negativo de logPL mostra que diferente do capital próprio apontado por Ribeiro (2014), as empresas brasileiras de maior tamanho apresentam menor custo de capital de terceiros. Essa relação negativa pode estar associada principalmente os aspectos de controle, governança corporativa e fiscalização destas empresas, o que proporcionaria menor risco e, conseqüentemente, menor custo da dívida.

Assim, presumisse com esta pesquisa que as empresas brasileiras seguem um padrão contábil para contabilização de eventos contábeis semelhantes, com isso apresentam um alto nível de comparabilidade. Não obstante a comparabilidade não é um fator determinante do custo do capital de terceiros, provavelmente por ser um modelo homogêneo entre as companhias brasileiras não desencadeando diferenças entre as mesmas. Destarte, os resultados contribuem para a literatura sobre o uso de informações contábeis por detentores de dívida e até que ponto o relatório financeiro atende às suas necessidades específicas.

O trabalho apresenta limitações quanto ao período temporal utilizado e a não consideração do período de crise. Sugere-se para futuras pesquisas que considerem estas questões, permitindo, assim, ampliar os achados do estudo ressaltando a importância da informação contábil para seus usuários.

#### **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C. da, Simone, & Voese, B. (2015). Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 18(n. 2), 07–26.
- Barros, C. M. E.; Kos, S. R., Consoni, S., & Colauto, R. D. (2015). Influência do Disclosure Voluntário sobre Custo da Dívida de Financiamentos: Um Estudo em Empresas Listadas na BM&FBovespa. Apresentado em XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo.

- Barth, M., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable?. *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68–93.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467-498.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1–28.
- Brochet, F., Jagolinzer, A. D., & Riedl, E. J. (2013). Mandatory IFRS Adoption and Financial Statement Comparability. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1373–1400. doi:10.1111/1911-3846.12002.
- Calhau, F. R. D. S. (2012). Estudo da assimetria da informação e seus impactos no custo de capital das empresas brasileiras negociadas em bolsa (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Cascino, S., & J. Gassen. (2015). What drives the comparability effects of mandatory IFRS adoption? *Review of Accounting Studies* (20): 242-282.
- Chen, C. W., Collins, D. W., Kravet, T. D., & Mergenthaler, R. D. (2018). Financial Statement Comparability and the Efficiency of Acquisition Decisions. *Contemporary Accounting Research*, XX(XX), 1–39. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12380>.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of international financial management & accounting*, 21(3), 220-278.
- Comitê de Pronunciamento Contábeis – CPC (2011). Estrutura Conceitual Para A Elaboração e Apresentação Das Demonstrações Contábeis.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. (2011). Recuperado em 01 de Julho, 2018 de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>.
- Costa, C. M.; Matte, A. M.; & Monte-Mor, D.S. (2018). Endividamento e decisões contábeis: a relação não linear entre dívida e qualidade dos lucros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 12.
- De Andrade, D. S., Alves, K. R. C. P., de Oliveira, K. P. S., & de Sousa, E. B. (2018). Qualidade da informação contábil: um estudo sobre o setor de construção civil no período de 2010 a 2015. *Qualitas Revista Eletrônica*, 19(1), 136-157.
- De Contabilidade, C. F. (1995). CFC. NBC T 1: Das características da informação contábil. Resolução Conselho Federal de Contabilidade, (785).
- DeFond, M.; Hu, X.; Hung, M. & Li, S. (2011). The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3): 240-258.
- De Franco, G., Kothari, S.P.; & Verdi, R.S. (2011). The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*, 49(4): 895–931.
- Fang, X., Li, Y., Xin, B., & Zhang, W. J. (2012). Accounting Comparability and Loan Contracting.
- Fernandes, S. M. (2013). A influência do Disclosure ambiental voluntário no custo da dívida. *Revista de Administração e Inovação*, v. 10(n. 3), 165-183p. <https://doi.org/10.5773/rai.v10i3.922>.
- Gaio, C. (2010). The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world. *European accounting review*, 19(4), 693-738.
- Haw, I.-M., Hu, B., Lee, J. J., & Wu, W. (2012). Investor protection and price informativeness about future earnings:international evidence. *Review of Accounting Studies*, pp. 17 (2), pp. 389-419.

- Heij C., De Boer, P., Franses, P. H., Kloek, T., & Van Dijk, H. K. (2004). *Econometric methods with applications in business*. OXFORD, UK. First Edition.
- Imhof, M. J., Seavey, S. E., & Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*, 31(2): 125-138.
- Isidro, H., & Raonic, I. (2012). Firm incentives, institutional complexity and the quality of “harmonized” accounting numbers. *The International Journal of Accounting*, 47(4), 407-436.
- Johnston, J.; & Dinardo, J. (1998). *Econometric Methods*, 4ed. McGraw Hill.
- Kim, S., Kraft, P., & Ryan, S. G. (2013). Financial statement comparability and credit risk. *Rev. Account Stud.* 18(3): 783-823. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9233-z>.
- Kohlbeck, M., & Warfield, T. (2010). Accounting standard attributes and accounting quality: Discussion and analysis. *Research in Accounting Regulation*, 22(2), 59-70.
- Lambert, R., C. Leuz, & R. E. Verrecchia. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* (45): 385–420.
- Lang, M. H., Maffett, M., & Owens, E. (2010). Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effects of Mandatory IFRS Adoption. Working Paper.
- Li, S. (2010). Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review*, 85(2), 607-636.
- Lima, G. A. S. F. de. (2007). Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras (tese). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Machado, L. K. C., do Prado, J. W., Vieira, K. C., Antonialli, L. M., & dos Santos, A. C. (2016). A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(4).
- Mackenzie, B., Coetsee, D., Njikizana, T., Chamboko, R., Colyvas, B., & Hanekom, B. (2013). *IFRS 2012: interpretação e aplicação*. Francisco Araújo Costa, Leonardo Zilio, Mariana Bandarra, Trad.) São Paulo: bookman/KPMG.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. (2004). Does auditor quality and tenure matter to investors? Evidence from the bond market. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 755–793.
- Marques, V. A., da Silva Bicalho, E. M., Peixoto, N. G. M., & Amaral, H. F. (2017). Estrutura de Capital e Qualidade da Informação Contábil: Evidências Empíricas no Mercado Brasileiro no período de 2008-2014. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 3(5).
- Martinez, A. L., & Dumer, M. C. (2013). Adoção das IFRS e as propriedades das previsões de lucros dos analistas: caso brasileiro. *Revista Mineira de Contabilidade*, pp. 14 (52), pp. 53-62.
- Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da Investigação Científica*. São Paulo: Atlas.
- Nardi, Paula Carolina Ciampagli. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, V. 20(n. 51), 77–100.
- Nardi, Paula Carolina Ciampaglia. (2008). Gerenciamento de Resultados Contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto (Dissertação). Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.
- Neto, A. A. (2003). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.

- Reina, D. R. M., Reina, D., & Silva, S. F. da. (2014). Comparabilidade da informação contábil em empresas brasileiras após a adoção das normas internacionais de contabilidade. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(23), 77–94.
- Ribeiro, A. M. (2014). Poder discricionário do gestor e comparabilidade dos relatórios financeiros: Uma análise dos efeitos da convergência do Brasil à IFRS (tese). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; & Jaffe, Jeffrey. (2002) *Administração Financeira*. 2a Edição. São Paulo: Atlas.
- Santos, E. S., & Calixto, L. (2010). Impactos do início da harmonização contábil internacional (Lei 11.638/07) nos resultados das empresas abertas.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.
- Silva, V. F. (2007). Determinantes da estrutura de capital na América Latina e nos Estados Unidos. 2007. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, Minas Gerais.
- Stickney, C. P., & R. L. Weil. (2006). *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses*. 11th ed. Mason, OH: Thomson/South-Western.
- Su, R., Yang, Z., & Dutta, A. (2017). Accounting Information Comparability And Debt Capital Cost Empirical Evidence From Chinese Listed Companies. *Asian Economic and Financial Review*, 8(1), 90–102.
- Yip, R. W. Y., & Young, D. (2012). Does mandatory IFRS adoption improve information comparability? *The Accounting Review*, 87(5), 1767–1789. doi:10.2308/accr-50192.