

## Qualidade da Informação Contábil Impacta o Custo da Dívida? Evidências de Firmas não Financeiras da [B]<sup>3</sup>

**WESLEY CIRINO DOS SANTOS**

*Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)*

**LUDMILA TEIXEIRA RODRIGUES**

*Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)*

**WAGNER MOURA LAMOUNIER**

*Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)*

### Resumo

Este artigo analisou a relação entre a qualidade da informação e o custo da dívida das empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2010 a 2018. Tal pesquisa teve um caráter descritivo, documental e quantitativo. Utilizou-se uma amostra média de 273 empresas brasileiras de diversos setores e empregou-se a técnica estatística de análise de regressão com dados em painel. Mensurou-se, assim, o custo da dívida e sua relação com a qualidade da informação contábil das empresas analisadas, essa foi medida através das *proxies*: gerenciamento de resultados, suavização dos lucros e Troféu Transparência. As variáveis de controle foram endividamento, tamanho, rentabilidade, valor de mercado, crescimento, fluxo de caixa e se a empresa era auditada por uma das *Big Four*. Verificou-se significância estatística, a partir dos resultados encontrados, para as variáveis independentes gerenciamento de resultados e transparência. A primeira indica que as instituições financeiras, ao verificarem que as informações contábeis das organizações são de baixa qualidade, cobrarão taxas mais altas de remuneração. A segunda variável indica que as empresas contempladas com o Troféu Transparência podem causar problemas de seleção adversa e risco moral ao aumentarem os custos da dívida associados ao conflito de agência. As variáveis de controle tamanho, rentabilidade e fluxo de caixa apresentaram significância estatística, em ao menos um modelo. Quando as variáveis tamanho e rentabilidade aumentam, o custo da dívida será menor. Por sua vez, quanto maior o fluxo de caixa livre, maior o grau de endividamento para reduzir a quantia de recursos disponíveis que os gestores poderiam reverter em benefício próprio.

**Palavras-chave:** Remuneração dos credores, Qualidade dos lucros, Demonstrações contábeis, Dívida.

### 1 Introdução

Os números contábeis apresentam-se como protagonistas na estratégia empresarial de redução da assimetria informacional, que é uma das possíveis causas da elevação do custo de suas dívidas por estar intimamente relacionada ao risco e, conseqüentemente, ao maior retorno exigido pelos investidores e credores ao lhes disponibilizar capital. Para Albanez, Do Valle e Corrar (2012), organizações com menor assimetria da informação proporcionam aos credores uma maior facilidade de análise do seu risco, minimizando assim, os custos de seleção adversa associados a este tipo de financiamento.

Nota-se, portanto, a relevância da informação de qualidade em relação a necessidade de capital de terceiros, tanto da perspectiva das empresas, que objetivam passar credibilidade aos usuários externos para abrandar os custos envolvidos, quanto da parte dos investidores e credores, que se utilizam desses dados para definir se vão conceder recursos e a qual taxa. A informação derivada das demonstrações contábeis, segundo Nascimento e Reginato (2008, p. 25) "é uma fonte para tomada de decisões e, com base nisso, sua qualidade é essencial para aqueles usuários que estão interessados no desempenho econômico da empresa e em seu potencial futuro de lucro e geração de caixa". Sendo assim, a qualidade das informações contábeis, de acordo com Beyer, Cohen, Lys e Walther (2010), tem sido globalmente estudada nos últimos anos pela importância destes dados no mercado de capitais. A qualidade das informações contábeis auxilia na avaliação dos retornos dos investimentos e permite aos investidores e credores monitorar a utilização dos recursos disponíveis nas empresas.

Cabe ressaltar que investidores e credores sabem que a qualidade das demonstrações contábeis é influenciada por aspectos tais como: adoção de práticas de governança corporativa, auditoria, necessidade de recursos externos, *covenants*, entre outros, e conhecem as técnicas e possíveis motivações das organizações para manipular os números. Embasando esse argumento, Castro e Martinez (2009) afirmam que os provedores de capital visualizam como risco a oscilação dos dados contábeis, o que traz como consequência a maior atratividade de investimentos e disponibilidade de empréstimos a custos mais baixos, às empresas com menor volatilidade dos resultados. Os autores enfatizam que, nessas situações, a administração das organizações pode utilizar a suavização de resultados, para estabilizar os dados.

Segundo Ghosh e Moon (2010) a relação entre o custo da dívida e a qualidade dos lucros é determinada pelas interações entre a influência positiva e negativa da dívida, ou seja, para baixo nível de alavancagem há expectativa de que as empresas tenham menos risco de violação de *covenants*. Portanto, os gestores têm fortes incentivos para reduzir o custo do endividamento divulgando informações de alta qualidade, sobressaindo a influência positiva da dívida sobre a negativa. Por outro lado, os autores relatam que, embora as organizações continuem a ter estímulos de reportar informações fidedignas para minimizar o custo da alavancagem, quando possuem dívidas substanciais a influência negativa predomina sobre a positiva, pois existe o alto risco de descumprirem os acordos. Sendo assim, os tomadores de decisão podem estar dispostos a renunciar a qualidade das informações contábeis porque os custos da violação dos acordos são potencialmente mais prejudiciais à corporação.

Diante disso, visando contribuir com a literatura sobre o assunto no Brasil, a presente pesquisa buscou responder ao seguinte questionamento: ***Qual a relação entre a qualidade da informação contábil e o custo da dívida das firmas brasileiras não financeiras de capital aberto?*** Assim, o objetivo do estudo é analisar a relação entre a qualidade da informação e o custo da dívida das empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2018.

A pesquisa se justifica pela relevância da qualidade dos dados presentes nas demonstrações contábeis no processo de redução dos problemas causados pela assimetria informacional, principalmente no cenário de definição da política de estrutura de capital. Visou-se investigar possíveis relações de fatores que determinam a qualidade da informação contábil, evidenciados na literatura internacional e nacional, e o consequente impacto no custo da dívida das firmas brasileiras do mercado aberto.

Além dessa introdução, o artigo é composto pela revisão de literatura que apresenta os conceitos e os aspectos capazes de influenciar na qualidade da informação contábil. Também neste tópico, serão pontuadas as evidências empíricas voltadas ao custo de capital de terceiros e a relação deste com características internas e externas do ambiente corporativo, incluindo aspectos macroeconômicos, como a crise econômico/política ocorrida no Brasil durante o período analisado. Na seção referente à metodologia da pesquisa serão listadas as variáveis e suas respectivas associações, além da explanação da técnica econométrica empregada. Na sequência serão discutidos os resultados encontrados e, por fim, serão expostas as considerações finais do estudo, como também suas limitações e sugestões para pesquisas futuras.

## 2 Referencial teórico

### 2.1 Qualidade da informação contábil

Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010) não se consegue chegar a uma definição única de qualidade da informação contábil porque "qualidade" está intimamente ligada ao contexto da decisão. Assim, este conceito é apresentado como a junção de inúmeros atributos tais como persistência, conservadorismo, gerenciamento de resultados, entre outros, sugerindo uma abordagem mais ampla. Em linha com o posicionamento anterior, Paulo, Cavalcante e de Melo (2012, p. 4) afirmam que a qualidade das informações contábeis é impactada diretamente pelo "sistema de governança, auditoria, regulação contábil e sistema de normas, *enforcement*, tributação, relações jurídicas dos contratos, fornecedores de recursos, etc".

Os usuários das informações contábeis geralmente utilizam os dados do desempenho atual para estimar a performance futura, porém há discussões sobre a representação fidedigna das diversas medidas contábeis sobre a realidade das empresas, uma vez que o julgamento dos gestores está implícito na elaboração das demonstrações contábeis. Sabe-se que os agentes podem manipular os elementos contábeis para, oportunisticamente, aumentar sua própria remuneração, ocultar um desempenho ruim ou, até mesmo, melhorar o valor informacional dos lucros na perspectiva de comunicar aos investidores o desempenho da organização no longo prazo (Chaney, Faccio, & Parsley, 2011). Neste sentido, tais usuários conhecem essas estratégias discricionárias dos agentes e, de acordo com Beyer *et al.* (2010) os investidores sabem que os administradores tenderiam a divulgar informações somente se isso lhes for benéfico e, para que possam interpretar tais dados de maneira mais assertiva, precisam entender as variáveis relacionadas ao contexto no qual o gerente toma sua decisão de divulgação.

Contudo, as empresas poderão evidenciar informações negativas, de forma voluntária, quando acreditarem que serão mais penalizadas pelos usuários externos, caso não as divulguem. Essa afirmação baseia-se no conceito de seleção adversa, cujo argumento é que, sem informação, as estimativas dos ativos da empresa passam a ser adversas, isto é, a falta de informação faz com que os investidores descontem os ativos até o momento em que torna-se interessante para a empresa divulgar a informação, mesmo que ela seja desfavorável (Verrecchia, 2001).

Nessas circunstâncias, em grande parte das pesquisas, a qualidade das informações contábeis não é mensurada por uma métrica exclusiva porque, para que possa disponibilizar dados mais úteis e confiáveis aos usuários tomadores de decisões, precisa refletir melhor os parâmetros econômicos implícitos das empresas. Dessa forma, “a qualidade das informações contábeis se refere à informatividade dos números reportados, ao nível de divulgação e ao grau de conformidade com as normas contábeis geralmente aceitas”, tendo normalmente como critérios de avaliação, propriedades vinculadas ao lucro, tais como o gerenciamento de resultados, persistência, previsibilidade, *value relevance*, tempestividade e conservadorismo (Cascino, Pugliese, Mussolino, & Sansone, 2010, p. 248). Além das *proxies* citadas anteriormente como medidas de qualidade das informações contábeis Su, Yang e Dutta (2018) apresentaram a comparabilidade como umas das características qualitativas mais relevantes quando se analisa o processo de tomada de decisão para proteger os interesses dos credores e acionistas, por não depender apenas dos dados contábeis de uma única organização.

As informações constantes nas demonstrações contábeis podem sofrer alterações, tanto devido à variável utilizada para mensurar a qualidade dos dados, quanto a fatores capazes de impactar na relevância dos números divulgados. Avaliando a qualidade das demonstrações contábeis de empresas brasileiras de capital aberto, por meio de modelos de relevância, tempestividade e conservadorismo, Baioco e Almeida (2017) verificaram que diferentes combinações do conselho fiscal e a presença do comitê de auditoria influenciam de forma distinta os dados reportados. De acordo com esses autores, a existência do conselho fiscal tem efeito positivo na relevância do patrimônio líquido e a presença do comitê de auditoria impacta, também positivamente, a relevância do lucro.

Aqueles que se interessam pelo acompanhamento dos resultados da empresa e não fazem parte da gestão da mesma, possuem principalmente a informação contábil de qualidade para tentar minimizar a assimetria da informação presente na relação entre eles e os gestores. Sabendo da existência de possíveis distorções nos números divulgados, é proposta a implantação de boas práticas de governança e de uma abordagem sistêmica do controle interno da empresa, que proporcionem confiabilidade às demonstrações elaboradas e disponibilizadas (Nascimento & Reginato, 2008).

## 2.2 Custo da dívida

Diante das ineficiências apresentada pelo mercado de ações, particularmente o de países em desenvolvimento como o caso brasileiro, as empresas necessitam buscar financiamento de forma mais intensa por meio do levantamento de capital próprio ou capital de terceiros como estratégia empresarial. Segundo Durand (1952), ao levantar capital para financiar um empreendimento, o investidor deve considerar seus interesses e, assim, todo custo de captação desse montante precisa ser coerente com esse princípio. Nesse sentido, o autor define custo de capital de terceiros, ou custo da dívida, como a remuneração derivada da taxa de retorno a ser paga pelo empréstimo que supere os riscos incorridos na operação. Nota-se, então, a relação do custo do endividamento ao tema de estrutura de capital, pois, de acordo com Shubita e Alsawalhah (2012), as empresas tem a opção de utilizar dívida ou capital próprio para financiar suas atividades como forma de maximizar a riqueza do acionista, porém a melhor escolha é um *mix* de dívida e patrimônio.

Isto posto, o custo de capital de terceiros, ou custo da dívida, é definido mediante a taxa de juros pagos aos credores. Todavia, conforme Calhau (2012), esses juros cobrados não se relacionam de forma direta com o fluxo de caixa futuro da empresa, pois o que o intermediário financeiro exige para fornecer o recurso é a comprovação da capacidade de pagamento, não necessariamente a

expectativa de resultados futuros. À vista disso, os credores cedem recursos às entidades os quais devem ser reembolsados em uma data posterior, no entanto, é exigido o pagamento de juros em troca do recurso fornecido à firma. 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.

Comumente, a remuneração paga aos credores é inferior ao custo do capital próprio, dado que, o risco para os acionistas é maior do que para os credores, haja visto que o pagamento da dívida é exigido por lei em processo de falência. Logo, ao optar pelo financiamento por dívida, a firma ganha em rentabilidade, apropriando-se do *spread* entre o retorno de seus investimentos e o custo efetivo de sua dívida (Maia, Miranda, & Pinheiro, 2019). Em adição, Silva (2007) ressalta 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.

Nesse cenário, as pesquisas realizadas sobre o tema tem relacionado o custo da dívida a uma série de variáveis determinantes. Zhu (2014) enfatiza que as empresas com alto nível de governança corporativa estão intimamente associadas com menor custo de dívida no âmbito internacional, sendo que a conexão entre boas práticas corporativas e o custo de capital é mais potencializada em países com sólidos sistemas jurídicos, boa qualidade de governo e de divulgação. Por outro lado, o autor destaca que nas localidades caracterizadas por baixa proteção legal, reduzida transparência e qualidade do governo, há o fortalecimento da relação entre governança corporativa e o custo da dívida, onde uma efetiva prática de governança pode reduzir a taxa de retorno exigida pelos investidores, uma vez que há a expectativa de melhoria da qualidade das demonstrações contábeis, minimizando os custos de monitoramento.

O custo da dívida é conectado também ao tamanho das empresas. Tran (2014) enfatiza que os credores de grandes organizações exigem menor custo de dívida, porém o tamanho é associado à propriedade detida por empresas ou instituições financeiras. Outro fator apresentado como determinante do custo da dívida é a crise financeira. Para Silva, Santos e Nakamura (2018) a estrutura de investimento e financiamento das organizações é impactada pelas crises econômicas, uma vez que pela alteração das taxas de juros a níveis maiores ou menores, as empresas tendem a ajustar suas estratégias que envolvem a estrutura de capital. Sendo assim, D'Amato (2019) esclarece que, em períodos de crises, tanto a demanda como a oferta de crédito são afetadas. A recessão econômica é intimamente ligada à redução da oferta de crédito e consequente ao aumento do custo da dívida por parte das instituições financeiras, minimizando as oportunidades de obtenção de empréstimos bancários no momento em que as empresas podem precisar de mais recursos, pelo impacto causado pela própria crise nos seus fluxos de caixa.

Medeiros e Daher (2008) afirmaram que, de acordo com a Teoria da Agência preconizada por Jensen e Meckling (1976), quando as organizações tem poucas opções de crescimento, elas tem a propensão de gerar maior volume de fluxo de caixa livre. Nessas circunstâncias, os gestores destas empresas poderiam expropriar os acionistas gerando benefícios particulares e, para minimizar esses problemas, as empresas tenderiam a emitir mais dívida, para forçar os gerentes a deixarem capital disponível para pagamento das obrigações.

Para Nardi e Nakao (2009), o fato do gestor escolher o tipo, a forma e o momento que a informação será reportada pode influenciar no resultado da empresa e, conseqüentemente, a qualidade das demonstrações contábeis. Sendo assim, os autores afirmam que o custo da dívida é elevado em decorrência da exigência de um retorno maior pelos investidores ao perceberem que podem estar sendo iludidos quanto ao desempenho econômico e financeiro da organização.

### 2.3 Estudos anteriores

Pesquisas nacionais e internacionais tiveram como objetivo analisar a relação entre o custo da dívida e a qualidade das informações contábeis (Sengupta, 1998; Castro & Martinez, 2009; Nardi & Nakao, 2009; Ghosh & Moon, 2010; Barros, da Silva, & Voese, 2015; Ghouma, 2017; Costa, Matte, & Monte-Mor, 2018; Su, Yang, & Dutta, 2018; Maia et al., 2018).

O trabalho seminal de Sengupta (1998) analisando informações de 103 empresas não financeiras de diferentes setores empregando a técnica de análise de regressão, evidencia a relação negativa entre qualidade da divulgação e custo da dívida. Desse modo, o estudo sugere que os credores consideram a qualidade dos dados reportados em suas estimativas de risco, uma vez que as empresas têm avaliações favoráveis por parte dos analistas financeiros quando apresentam demonstrações com elevado grau de detalhe, pontualidade e clareza das divulgações, refletindo um risco de inadimplência menor e sendo recompensadas com um custo de dívida menor.

Objetivando investigar a relação existente entre a dívida e a qualidade dos lucros traduzida nas demonstrações contábeis, Ghosh e Moon (2010) elencaram todas as empresas presentes no *Compustat* no ano de 2006, sejam elas ativas ou inativas, e coletaram os dados das mesmas no período de 1992 a 2004. As evidências deste trabalho sugerem uma associação positiva entre o endividamento e a qualidade do lucro quando a dívida é baixa, pois nestes casos os credores confiam nas informações de alta qualidade disponibilizadas por serem a base para a avaliação da capacidade de crédito das empresas. Por outro lado, à medida que o nível de endividamento aumenta, há um ponto de inflexão e, depois, a relação torna-se negativa, possivelmente pela presença de *covenants* em contratos envolvendo montantes maiores e consequente preferência dos gestores de evitar a violação dispendiosa de tais acordos a relatar ganhos mais informativos sobre os fluxos de caixa futuros.

Por meio da técnica *Ordinary Least Squares*, Ghouma (2017) investigou as informações contábeis de 582 empresas não financeiras americanas no intervalo de tempo de 1995 a 2006. Tal autor concluiu que as organizações onde os gestores são mais oportunistas, gerenciando resultados, suportam custos mais altos das dívidas e classificações de créditos mais baixas, fato potencializado após a adoção da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) responsável por uma maior consciência do oportunismo gerencial por parte dos detentores de títulos e das agências de classificação.

Utilizando a comparabilidade como *proxy* de qualidade das informações contábeis, Su et al. (2018), através de análise de regressão por dados em painel, estudaram a influência da qualidade dos números reportados de 9370 empresas listadas no mercado chinês, no período de 2004 a 2013. Os resultados da pesquisa indicaram que a comparabilidade das informações contábeis tem efeito negativo nos custos de capital.

No cenário brasileiro, Nardi e Nakao (2009), visando estudar a relação existente entre o gerenciamento de resultados e o custo da dívida, analisaram os dados contábeis de 229 empresas durante os anos de 1997 a 2007. Por meio de análise de regressão por dados em painel, as conclusões apontadas no trabalho destes autores sugerem o impacto positivo do gerenciamento de resultados no custo da dívida, a saber, quanto maior a presença da manipulação dos resultados, mais elevado será o custo do endividamento. Os autores explicam que, corroborando com a Teoria da Agência, as instituições financeiras ao desconfiarem das demonstrações contábeis, classificando-as como de baixa qualidade, podem cobrar taxas mais altas pela interligação com a elevação do risco da transação.

Também empregando dados em painel, Castro e Martinez (2009) investigaram as

demonstrações contábeis de 217 empresas, nos anos de 2003 a 2007. Os autores concluíram que o alisamento de resultados, considerado uma das vertentes do gerenciamento de dados, utilizado para reduzir a volatilidade dos números e visto como fator de risco, associa-se positivamente com o custo da dívida, pois o mercado tende a perceber as empresas que apresentam um comportamento de lucros mais estável, como sendo menos arriscadas.

A partir da verificação das informações contábeis de 83 empresas brasileiras no período de 2008 a 2010 conjuntamente com a aplicação da técnica de regressão por dados em painel, Barros, da Silva e Voese (2015) evidenciaram uma relação inversamente proporcional do custo da dívida com as práticas de governança corporativa. A saber, quanto maior o custo da dívida menor as práticas de governança corporativas pelas empresas.

As conclusões do trabalho de Costa, Matte e Monte-Mor (2018) são idênticas às da pesquisa de Ghosh e Moon (2010), evidenciando uma associação positiva entre baixos níveis de dívida e a qualidade dos lucros, porém negativa para patamares maiores de endividamento, sugerindo que, quando a empresa atinge um elevado nível de dívida, é melhor reduzir a qualidade dos dados reportados referentes ao lucro a envolver-se em perdas por quebra das regras contratuais. Além disso, os autores ressaltam que uma maior qualidade da informação contábil é verificada em companhias pouco endividadas, o que proporciona a elas condições de elevar o potencial de endividamento e minimizar o custo da dívida.

Por fim, Maia, Miranda e Pinheiro (2018) analisaram a influência da comparabilidade no custo da dívida em uma amostra de 154 empresas listadas na B3, no período de 2011 a 2017. As autoras concluíram a partir do modelo de De Franco que as organizações brasileiras maiores possuem menor custo de capital de terceiros, fato que pode ser explicado principalmente pela evidenciação de menor risco atrelada à governança corporativa e implantação de controles e fiscalização nas empresas.

### 3 Metodologia

A pesquisa, cujos resultados são apresentados neste artigo, pode ser classificada como descritiva, documental e quantitativa. Quanto aos seus objetivos, o estudo pode ser caracterizado como de natureza descritiva, pois expõe características de determinada população ou fenômeno, podendo, também, estabelecer correlações entre variáveis. Quanto aos procedimentos de coleta e análise, trata-se de análise documental, uma vez que foram utilizados dados secundários extraídos das demonstrações contábeis. Por fim, quanto à abordagem do problema, é um estudo quantitativo, visto que trata os dados através de técnicas estatísticas (Martins & Theófilo, 2009).

A população do estudo compreendeu empresas brasileiras de capital aberto, cujas demonstrações contábeis e outras informações foram obtidas no banco de dados Economática® e na Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC) para o período de 2010 a 2018, sendo que a utilização de dados defasados fez com que o período de 2010 fosse utilizado somente para fins de comparação.

Destaca-se que as empresas classificadas nos setores financeiros foram excluídas por apresentarem particularidades nos procedimentos contábeis, os quais podem interferir nas *proxies* de mensuração do estudo. As informações contábeis necessárias para a pesquisa são oriundas de um contexto contemporâneo de normas contábeis conforme os padrões internacionais. Assim, uma amostra que englobasse períodos anteriores incluiria demonstrações contábeis em padrões distintos, o que poderia interferir na confiabilidade da análise. A Tabela 1 apresenta o número de empresas estudadas por ano.

Tabela 1

**Número de empresas que compuseram a amostra no período de realização da pesquisa**

Critérios	Número de listagem
Empresas listadas na B3	353
(-) Empresas financeiras e Outros	80
<b>(=) Amostra Final</b>	<b>273</b>

Para avaliar empiricamente o problema de pesquisa deste estudo, *proxies* para mensuração do custo da dívida e da qualidade da informação contábil foram utilizadas. Isto posto, o Custo da Dívida ( $Kd$ ) foi obtido pela Equação (1) a seguir.

$$Kd_{i,t} = Ka_{i,t} \times (1 - A_{i,r}) \quad (1)$$

Em que:

$Kd_{i,t}$  = Custo de capital de terceiros depois dos efeitos tributários da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$A_{i,r}$  = Alíquota dos tributos sobre o resultado de 34%; e

$Ka_{i,t}$  = Custo de capital de terceiros antes dos efeitos dos tributos da empresa  $i$  no período  $t$ .

Sendo este igual à Equação 2:

$$Ka_{i,t} = \frac{\text{Despesa Financeira}}{\text{Passivo Oneroso}} \quad (2)$$

Como Passivo Oneroso foi considerado a soma de Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo e Longo Prazo das firmas analisadas.

A qualidade da informação contábil das companhias em estudo foi calculada com base em diferentes modelos, sendo usado o de Kothari, Leone e Wasley (2005) para o cálculo dos *accruals* discricionários, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para suavização de resultados e, por fim, a transparência foi mensurada por meio de uma variável *dummy* de acordo com os resultados do Troféu Transparência da ANEFAC.

O modelo aplicado para identificação dos *accruals* é o modelo baseado em desempenho (*Performance-Matching Model*) de Kothari *et al.* (2005). Os *accruals* calculados segundo a abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa são obtidos por meio da diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional, conforme Equação 3. Objetivando controlar a influência do desempenho empresarial na estimação dos *accruals* discricionários, Kothari *et al.* (2005) incorporaram ao Modelo Jones Modificado (1995) o ROA defasado, para condizer com o crescimento das receitas em períodos anteriores, como evidenciado na Equação 4. Por fim, para obtenção dos *accruals* totais, foram estimados os coeficientes da Equação 5 e os *accruals* discricionários, utilizados como *proxy* para o gerenciamento de resultados, descritos na Equação 6 são os resíduos da regressão da Equação 5. A seguir apresentam-se as etapas do processo de estimação dos *accruals*.

$$TA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{FCO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3)$$

$$NDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Rec_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Rec_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (6)$$

Em que:

$TA_{i,t}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$NDA_{i,t}$  = *accruals* não discricionários da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$DA_{i,t}$  = *accruals* discricionários da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$LL_{i,t}$  = lucro líquido da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderados pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$FCO_{i,t}$  = fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderados pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$AT_{i,t-1}$  = ativos totais da empresa  $i$  no final do período  $t-1$ .

$\Delta Rec_{i,t}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta CR_{i,t}$  = variação das contas a receber da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$PPE_{i,t}$  = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) e intangível da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderados pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$ROA_{i,t-1}$  = retorno sobre o ativo da empresa  $i$  do período  $t-1$ ;

$\beta_0 \beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4$  = coeficientes estimados; e

$\varepsilon_{i,t}$  = termo de erro (resíduos) da empresa  $i$  do período  $t$ .

Com o propósito de avaliar a variabilidade dos resultados contábeis, utilizou-se a primeira medida (EM1) prosta por Leuz *et al.* (2003). Argumenta-se que o processo de suavizar resultados promove menor variabilidade nos lucros operacionais, em comparação aos fluxos de caixa. Sendo assim, quanto menor o valor encontrado para a medida, maior é o nível de suavização atribuído. Como a diferença entre as duas informações é decorrente dos *accruals*, esta métrica capta a suavização dos resultados por ajustes contábeis, mas não por decisões que também afetem o fluxo de caixa. Logo, a medida (EM1) relaciona o desvio-padrão dos lucros operacionais ao desvio-padrão dos fluxos de caixa operacionais, conforme a Equação 7.

$$EM1_{i,t} = \frac{\sigma(LO)}{\sigma(FCO)} \quad (7)$$

Em que:

$\sigma(LO)$  = desvio-padrão dos Lucros Operacionais; e

$\sigma(FCO)$  = desvio-padrão dos Fluxos de Caixa Operacionais.

A outra métrica empregada para qualidade da informação contábil foi o Troféu Transparência, utilizado como indicativo de qualidade, transparência e clareza das informações prestadas pelas companhias ao mercado. Segundo a ANEFAC, o Troféu Transparência – Prêmio ANEFAC – FIPECAFI – SERASA EXPERIAN, criado em 1997, tem o objetivo de

reconhecer e homenagear as companhias que possuem as melhores práticas de transparência em informações contábeis, publicadas ao mercado por meio de suas demonstrações financeiras. Tal premiação, de acordo com a ANEFAC, é a única dessa categoria no Brasil e os critérios utilizados para avaliação das empresas, no exercício do ano anterior ao da premiação são: i) a qualidade e o grau das informações contidas nas demonstrações e notas explicativas; ii) a transparência das informações prestadas; iii) a qualidade e consistência do relatório de administração; e iv) a aderência aos princípios contábeis (ANEFAC, 2019).

O fato das vencedoras do troféu serem expressas por meio de resultado qualitativo demanda sua conversão em valores numéricos, para que a operacionalização dos testes estatísticos seja possível. Assim, empregou-se um varável *dummy* para distinguir as vencedoras, sendo atribuído 1 para empresas que ganharam a premiação do Troféu Transparência e 0 para as que não foram premiadas.

Na Tabela 2 são apresentadas as variáveis selecionadas por meio de estudos anteriores, bem como suas definições operacionais e os efeitos esperados sobre a variável dependente representada pelo custo da dívida com terceiros.

Para a análise dos dados, foram empregadas técnicas de estatística descritiva e análise de regressão com dados em painel. A estatística descritiva foi empregada para descrever o fenômeno em análise a partir dos dados obtidos na pesquisa e auxiliar no desenvolvimento dos modelos a serem estimados. Sobre a análise de regressão com dados em painel, segundo Stock e Watson (2012), os dados em painel são informações sobre vários indivíduos em cada qual observados durante um, dois ou mais períodos de tempos. Ao usar dados em painel é possível conhecer relações baseadas em experiências de muitos indivíduos diferentes da base de dados usada e as respectivas evoluções, de cada indivíduo, ao longo do tempo.

Em dados em painel, Wooldridge (2011) e Greene (2012) apresentam três estimadores comumente empregados: Modelo *pooled ordinary least squares* (POLS); Modelo de Efeitos Fixos (MEF); e Modelos de Efeitos Aleatórios (MEA). Para a escolha do melhor estimador a ser empregado na regressão, segundo esses autores, utiliza-se de testes específicos para a escolha do modelo mais adequado, sendo eles: Teste de Chow, que compara POLS versus MEF; Teste de Breusch-Pagan, para decidir entre POLS e MEA; e, por último, o Teste de Hausman, que permite verificar se MEA é mais adequado contra MEF. No estudo realizado, a análise de regressão com dados em painel foi empregada para explicar a influência das variáveis independentes sobre o Custo da Dívida, utilizando-se da Equação (8).

$$Kd_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Ac_{i,t} + \beta_3 EM1_{i,t} + \beta_4 Trof_{i,t} + \beta_5 BF_{i,t} + \beta_6 End_{i,t} + \beta_7 Tam_{i,t} + \beta_8 Rent_{i,t} + \beta_9 Vm_{i,t} + \beta_{10} Cresc_{i,t} + \beta_{11} Fdc_{i,t} + c_i + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Em que:

$i = 1, \dots, N$  empresas de capital aberto da amostra listadas na B3;

$t = 1, \dots, T$  períodos anuais de 2010 a 2017;

$\beta_1$  = Intercepto do modelo;

$Kd$  = Custo da dívida da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Ac$  = *Accruals* discricionário da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$EM1$  = Suavização de Resultados da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Trof$  = Variável *dummy*, 1 se foi premiada pela transparência, 0 caso contrário;

$BF$  = Variável *dummy*, 1 se foi auditada por *Big Four*, 0 caso contrário;

$End$  = Endividamento total da empresa  $i$  no período  $t$ ;

Tam = Tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ ;

Rent = Rentabilidade do Ativo da empresa  $i$  no período  $t$ ;

Vm = Valor de Mercado da empresa  $i$  no período  $t$ ;

Cresc = Crescimento da empresa  $i$  no período  $t$ ;

Fdc = Fluxo de Caixa da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$ci$  = Componente aleatório que indica o efeito individual específico não observável, que difere entre as empresas e é invariante no tempo; e

$\varepsilon_{i,t}$  = Erro usual do modelo de regressão, que difere entre as empresas e com o tempo.

Para verificar a adequabilidade do modelo proposto foram realizados testes de validação usuais.

Tabela 2

**Construto das variáveis adotadas no modelo**

Dimensão		Variáveis	Operacionalização	Relação Esperada	Referências
<u>Variável dependente</u>		Custo da Dívida	$Kd_{i,t}$	Não se aplica	-
<u>Variável Independente</u>	Qualidade da Informação Contábil	Troféu Transparência	Variável <i>dummy</i> , 1 se foi premiada pela transparência, 0 caso contrário.	-	-
		Gerenciamento de Resultados	Resíduos da regressão ( <i>accruals discricionários</i> ) do modelo de gerenciamento de resultados de Khotari et al. (2005).	+	Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2002; 2005)
		Suavização dos Lucros	$EM1_{i,t}$	+	Castro e Martinez (2009)
<u>Variáveis de Controle</u>	Desempenho Econômico-Financeiro e Operacional	<i>Big Four</i>	Variável <i>dummy</i> , 1 se foi auditada por <i>Big Four</i> , 0 caso contrário.	Incerto	Albuquerque, Dias Filho e Silva (2010); Dechow et al. (2010); Martinez e Dumer (2013)
		Endividamento	$\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	+	Chen (2012); Frantz e Instefjord (2013); Barros et al. (2015)
		Tamanho	$Ln (Ativo\ Total)$	-	Barros et al. (2015)
		Rentabilidade	$\frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total\ Médio}$	-	Barros et al. (2015); Maia et al. (2018)
		Valor de Mercado	$Ln (Valor\ de\ Mercado)$	-	Myers (1984)
		Crescimento	$\Delta Receita\ Líquida$	-	Dechow et al. (2010)
		Fluxo de Caixa	$\frac{Fluxo\ de\ Caixa\ Operacional}{Ativo\ Total}$	-	Dechow e Dichev (2002); Dechow et al. (2010); Medeiros e Daher (2008).

## 4 Resultados

Em busca de alcançar o objetivo proposto, é importante inicialmente analisar a estatística descritiva das variáveis do modelo. Adicionalmente, para se diminuir o efeito de *outliers* na amostra, foi utilizada a técnica de Winsor para *outliers*, sendo as variáveis em estudo *winsorizadas* a 10%. O efeito desta técnica pode ser visualizado na Tabela 3, onde é apresentada a estatística descritiva.

Tabela 3

### Estatística descritiva de variáveis quantitativas

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Coefficiente de Variação	Min	Max
Custo da Dívida	2.067	0.1506	0.1118	0.1083	0.7191	0.0407	0.3915
Accruals Discricionário	1.949	0.0594	0.0440	0.0496	0.8350	0.0056	0.1574
Suavização de Resultados	1.267	1.3462	0.6559	1.5812	1.1746	0.0715	5.0664
Endividamento	2.218	0.6181	0.5960	0.2230	0.3608	0.2904	1.0291
Tamanho	2.218	14.8055	14.9122	1.6080	0.1086	12.2435	17.2753
Rentabilidade	2.215	0.0217	0.0307	0.0693	3.1935	-0.1154	0.1190
Valor de Mercado	1.844	14.1031	14.4076	1.8894	0.1340	11.0108	16.7447
Crescimento	1.886	0.0106	0.0151	0.1567	14.7830	-0.2569	0.2689
Fluxo de Caixa	2.218	0.0604	0.0583	0.0609	1.0083	-0.0362	0.1584

Em relação ao Custo da Dívida (Kd), as empresas apresentaram em média um custo de 15,06% ao ano. Destaca-se que, ao analisar a mediana, metade dos credores foram remunerados a uma taxa inferior à média das empresas. Outros fatos dizem respeito ao alto coeficiente de variação e em relação às empresas que apresentaram valor do custo muito elevado, visto pelo máximo. Isso demonstra uma heterogeneidade da amostra em relação ao custo da dívida.

No que tange às métricas de qualidade da informação contábil, ressalta-se que os *accruals* discricionários (os quais podem assumir valores positivos e negativos) foram transformados em valores absolutos (ie., o módulo dos *accruals* discricionárias), dado que o objetivo da presente pesquisa foi o de avaliar o gerenciamento de resultados, e não se ele ocorreu para maximizar ou minimizar os resultados. Isto posto, observa-se, pelos *accruals* discricionários, uma alta variação entre os dados, no entanto, o nível médio de GR é de 5,94%, sugerindo que na média as empresas da amostra podem estar gerenciado seus resultados. Em adição, em relação à suavização dos lucros, observa-se um desvio-padrão que indica alta dispersão dos dados, no entanto, a metade dos dados serem inferiores à média indica que as empresas da amostra estão suavizando seus resultados, uma vez que valores pequenos dessa métrica indicam que, *ceteris paribus*, os executivos exercem discricionarieidade ao fazerem a suavização do lucro evidenciado nos relatórios contábeis.

Quanto às variáveis de controle, estas apresentaram médias bem próximas da mediana. No entanto, é expressivo o coeficiente de variação do Tamanho e do Valor de Mercado, essa grande dispersão ressalta que a amostra apresenta empresas muito heterogêneas, o que pode indicar baixa qualidade da informação contábil no mercado como um todo, além de corroborar a heterogeneidade percebida no custo da dívida. Todavia essa heterogeneidade também era esperada, uma vez que a amostra abarca firmas de setores bastante distintos.

Confirmando os indícios evidenciados após a análise descritiva, o modelo foi estimado, conforme Tabela 4. Ressalta-se que o modelo estimado analisou a interação de cada *proxy* de qualidade da informação separadamente, assim como todas em conjunto.

Tabela 4

**Resultados para o modelo de regressão**

Variáveis independentes	Relação Esperada	Accruals discricionário	Suavização de resultados	Transparência	Geral
<b>Accruals discricionário</b>	+	<b>0.1033</b> <b>2.63***</b>			0.0635 1.500
Suavização de resultados	+		0.0013 1.020		0.0011 0.87
<b>Transparência</b>	-			0.0124 1.590	<b>0.0211</b> <b>1.99**</b>
<i>Big Four</i>	+/-	-0.0213 -14.400	-0.0288 -15.800	-0.0218 -1.460	-0.03 -1.650
Endividamento	+	0.0028 0.09	-0.0048 -0.12	0.0049 0.16	-0.0091 -0.24
<b>Tamanho</b>	-	<b>-0.0205</b> <b>-3.63***</b>	<b>-0.0209</b> <b>-3.13**</b>	<b>-0.0214</b> <b>-3.75***</b>	<b>-0.0209</b> <b>-3.1***</b>
<b>Rentabilidade</b>	-	<b>-0.1057</b> <b>-1.89**</b>	-0.0721 -10.600	<b>-0.108</b> <b>-1.91*</b>	-0.0724 -1.080
Valor de Mercado	-	-0.0035 -0.75	-0.0037 -0.64	-0.0038 -0.82	-0.0041 -0.71
Crescimento	-	0.0143 1.170	0.0172 11.200	0.0157 1.280	0.0176 1.160
<b>Fluxo de Caixa</b>	-	<b>0.1506</b> <b>3.76***</b>	<b>0.1273</b> <b>2.97**</b>	<b>0.1427</b> <b>3.55***</b>	<b>0.1305</b> <b>3.04***</b>
<b>Constante</b>	NA	<b>0.5083</b> <b>7.85***</b>	<b>0.5316</b> <b>6.61***</b>	<b>0.5313</b> <b>8.04***</b>	<b>0.5341</b> <b>6.59***</b>
Teste de Chow		F(222, 1276) = 13.00***	F(148, 868) = 14.73***	F(222, 1277) = 13.10 ***	F(148, 865) = 14.65***
Teste de Breusch Pagan		chibar2(01) = 1808.46***	chibar2(01) = 1360.28***	chibar2(01) = 1822.91***	chibar2(01) = 1352.71***
Teste de Hausman		chi2(7) = 10.60	chi2(7) = 11.90	chi2(7) = 8.49	chi2(9) = 12.71
Teste de Autocorrelação		F( 1, 199) = 22.140***	F( 1, 124) = 26.663***	F( 1, 199) = 22.040***	F( 1, 124) = 26.800***
Teste de Heterocedasticidade		chi2(223) = 1.8e+35***	chi2(149) = 3.7e+35***	chi2(223) = 6.0e+34***	chi2(149) = 5.6e+34***
Teste Wald		chi2(8) = 88.96***	chi2(8) = 51.95***	chi2(8) = 77.39***	chi2(10) = 57.18***
Número de Observações		1.506	1.024	1.507	1.023

Nota. \* / \*\* / \*\*\* denotam significância nos níveis 0,10 / 0,05 / 0,01, respectivamente.

Antes da análise do modelo final, foi necessária a realização dos testes necessários 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 o modelo de Efeitos Fixos. Em seguida foram realizados os testes de Breusch-Pagan e de Hausman. O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de preferência ao modelo Pooled havendo, portanto a preferência pelo Modelo de Efeitos Aleatórios. Por fim, o modelo final adotado foi de Efeitos Aleatórios, comprovado pelo Teste de Hausman, não rejeitando a hipótese nula de preferência por Efeitos Aleatórios, a 5% de significância.

O modelo apresentou problemas de autocorrelação (Teste de Wooldridge) e de heterocedasticidade (Teste de Wald), sendo necessário ajuste no modelo final, sendo, portanto estimados por Efeito Aleatórios com correção de erros robustos clusterizados.

Para *proxies* que medem a qualidade da informação contábil, apenas a suavização de

resultados não apresentou resultado estatisticamente significativo em nenhum modelo. O gerenciamento de resultados, estimado pelos *accruals* discricionários, apresentou uma relação positiva e significativa, conforme o esperado.

Assim, as instituições financeiras, ao analisarem as demonstrações contábeis das empresas e identificarem gerenciamento de resultados, podem entendê-las como informações de baixa qualidade, elevando os riscos das fontes de financiamento, que podem cobrar taxas de remuneração mais alta; conseqüentemente, maior o custo para a empresa.

Em adição, ao analisar o modelo que reúne de forma conjunta as *proxies* de qualidade da informação, observa-se que a transparência foi estatisticamente significativa ao nível de 5%. Tal resultado, diferente da relação esperada, indica que empresas premiadas pelo Troféu Transparência não sinalizam para o mercado menores distorções causadas pela existência de informação assimétrica. De forma contrária, a relação positiva leva a conclusões de que as firmas premiadas podem promover problemas de seleção adversa e risco moral, aumentando os custos associados ao conflito de agência.

Em relação às variáveis de controle, apenas as variáveis tamanho, rentabilidade e fluxo de caixa foram estatisticamente significativas em pelo menos um modelo. Em relação às variáveis tamanho e rentabilidade, ambas apresentaram relação negativa, conforme esperado. Esta relação indica que quanto maior forem tais variáveis dependentes, menor será o custo da dívida. Por outro lado, a variável fluxo de caixa, utilizada como *proxy* para capacidade de cobertura das dívidas, apresentou relação diferente do esperado. Esperava-se uma associação que indicasse que a condição da empresa de evitar dificuldades financeiras fornecesse maior segurança ao mercado, o que poderia reduzir o custo da dívida exigido pelos credores.

Diante das evidências deste estudo, nota-se a relação positiva entre o custo da dívida e o fluxo de caixa, corroborando com o trabalho de Medeiros e Daher (2008) ao ressaltar que, quanto maior o montante de fluxo de caixa livre, maior o nível de endividamento e, conseqüentemente, mais elevado o custo da dívida, uma vez que as empresas tendem a evitar que os gestores tenham recursos disponíveis para utilizar em benefício próprio. As demais variáveis não apresentaram relações estatisticamente significativas.

## 5 Considerações Finais

Este artigo analisou a relação entre a qualidade da informação contábil e o custo da dívida das empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2018. Buscou-se verificar os impactos que a qualidade dessas informações exercem sobre o custo da dívida dessas firmas. Para tanto, a pesquisa teve um caráter descritivo, documental e quantitativo e, para estimar o modelo, empregou-se a técnica estatística de análise de regressão com dados em painel.

Valendo-se de uma amostra média de 273 empresas brasileiras de diversos setores, mensurou-se o custo da dívida e sua relação com a qualidade da informação contábil das empresas analisadas utilizando-se das *proxies* gerenciamento de resultados, suavização dos lucros e Troféu Transparência. Foram utilizadas, também, as seguintes variáveis de controle: i) endividamento; ii) tamanho; iii) rentabilidade; iv) valor de mercado; v) crescimento; vi) fluxo de caixa; e vii) se a empresa era auditada por uma das *Big Four*.

Dos resultados encontrados verificou-se significância estatística para o gerenciamento de resultados e para a transparência dentre as variáveis independentes utilizadas no estudo. O gerenciamento de resultados, conforme presumia-se, expôs uma relação positiva, levando a crer que as instituições financeiras, ao identificá-lo, cobrarão taxas mais altas de remuneração ao

assimilar que as informações das demonstrações contábeis das empresas são de baixa qualidade. Por sua vez, o Troféu Transparência indica uma relação díspar da esperada, ou seja, a relação positiva encontrada leva a conclusões de que as empresas premiadas podem aumentar o custo da dívida associados ao conflito de agência ao causarem problemas de seleção adversa e risco moral.

No que diz respeito às variáveis de controle, ressalta-se que as variáveis que apresentaram significância estatística, em ao menos um modelo, foram tamanho, rentabilidade e fluxo de caixa. Para as variáveis tamanho e rentabilidade chegou-se ao resultado esperado, a saber, relação negativa, indicando que o custo da dívida será menor a medida que tais variáveis aumentarem. No que concerne a variável fluxo de caixa, essa apresentou relação inversa ao que era aguardado, ou seja, uma relação negativa quando fosse empregada como *proxy* para capacidade de cobertura das dívidas.

As evidências deste estudo apontaram para que o nível de endividamento das empresas tende a ser maior à medida que o montante de fluxo de caixa livre aumenta, sugerindo que as empresas utilizam-se das dívidas como mecanismo de proteção quanto às possibilidades de expropriação de seus recursos por parte de seus gestores.

Dentre as contribuições dessa pesquisa, pode-se ressaltar a relevância da qualidade dos elementos informacionais presentes nas demonstrações financeiras no cenário da definição da política de estrutura de capital das organizações. Principalmente, no cenário de definição da proporção de capital de terceiros empregada pelas organizações no financiamento de suas atividades e projetos e seus respectivos custos.

A pesquisa em questão apresentou algumas limitações. Uma dessas limitações diz respeito ao tamanho da amostra em função do mercado brasileiro e período pós harmonização contábil estudado. Ao contrário do que ocorre em mercados de ações desenvolvidos como o Norte Americano, as características do mercado brasileiro e do delineamento da amostra impossibilitou a utilização de uma amostra significativamente maior. Sugere-se para pesquisas futuras a inclusão de outras variáveis relacionadas à qualidade da informação contábil como, por exemplo, a governança corporativa, no intuito de verificar se as empresas analisadas que estão em níveis diferenciados apresentam benefícios em relação às taxas de remuneração dos credores, em detrimento das empresas com níveis não diferenciados.

## Referências

- Albarez, T., Do Valle, M. R., & Corrar, L. J. (2012). Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 13(2), 76-105. DOI <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000200004>
- Albuquerque, K. S. L. S., Dias Filho, J. M., & da Silva, F. D. C. (2010). Auditoria e custo de capital de terceiros: estudo empírico sobre o custo dos financiamentos bancários nas empresas brasileiras de capital aberto auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 4(3), 65-78.
- Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade – ANEFAC. (2019). O Brasil quer transparência. Recuperado de <https://www.anefac.org/t-historia>

- Baioco, V. G., & Almeida, J. D. (2017). Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 229-248. DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>
- Barros, C. M. E., da Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2) 7-26.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 296-343. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- 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., Pugliese, A., Mussolino, D., & Sansone, C. (2010). The influence of family ownership on the quality of accounting information. *Family Business Review*, 23(3), 246-265. DOI <https://doi.org/10.1177/0894486510374302>
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 10(6), 25-46. DOI <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600004>
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.003>
- Chen, D. (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3346-3365. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.015>
- 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*, 12, 1-16. DOI <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.137077>
- D'Amato, A. (2019). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 1-23. DOI <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00165-6>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59. DOI <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>

- Durand, D. (1952, January). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2002). The market pricing of earnings quality. Available at SSRN 414140.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Frantz, P., & Insteffjord, N. (2013). Corporate governance and the cost of borrowing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(7-8), 918-948. DOI <https://doi.org/10.1111/jbfa.12034>
- Ghosh, A., & Moon, D. (2010). Corporate debt financing and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 538-559. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02194.x>
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? *Research in International Business and Finance*, 39, 13-29. DOI <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. Seventh Edition. New Jersey, Prentice Hall.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. DOI [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527. DOI <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.281832>
- Maia, L.L., Miranda, R.D., & Pinheiro, L. E. T. (2018). Associação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo do capital de terceiros. XIII Congresso Anpcont, São Paulo, SP, Brasil.
- 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*, 14(52), 53-62.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia de investigação científica para ciências sociais aplicadas* (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Medeiros, O. R., & Daher, C. E. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 177-199. DOI <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000100009>

- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100. DOI <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.
- Neto, A. A. (2003). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.
- Paulo, E., Cavalcante, P. R. N., & de Melo, I. I. S. L. (2012). Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 9(1), 1-26.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, 73(4), 459-474. <https://www.jstor.org/stable/248186>
- Shubita, M. F., & Alsawalhah, J. M. (2012). The relationship between capital structure and profitability. *International Journal of Business and Social Science*, 3(16), 104-112.
- 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.
- Silva, E. D. S., Santos, J. F. D., & Nakamura, W. T. (2018). A heterogeneidade da estrutura de capital das empresas dos países desenvolvidos-G7: uma análise quantílica. *Gestão & Regionalidade*, 34(100), 4-21. DOI: <https://doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3537>
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2012). *Econometria*. São Paulo: Pearson Education Brasil.
- Su, R., Yang, Z., & Dutta, A. (2018). Accounting information comparability and debt capital cost empirical evidence from Chinese listed companies. *Asian Economic and Financial Review*, 8(1), 90-102. DOI: <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2018.81.90.102>
- Tran, D. H. (2014). Multiple corporate governance attributes and the cost of capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2), 179-197. DOI <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.02.003>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180. DOI [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Wooldridge, J. M. (2011). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. Pioneira Thomson Learning.
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the cost of capital: an international study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429. DOI <https://doi.org/10.1111/irfi.12034>