



Revista de Administração e Contabilidade

Volume 11, número 1

Feira de Santana, janeiro/abril 2019, p.62 – 79

ISSN: 2177-8426

Impacto da convergência às Normas Internacionais de Contabilidade sobre o Custo de Capital Próprio nas companhias listadas na BM&FBOVESPA

Diego Emanuel Sousa Gonçalves

Abel Carneiro Mota Lima

Luis Augusto Ferreira dos Santos

Roberto Oliveira Santos

Resumo

A adoção completa das normas internacionais de contabilidade (IFRS), a partir do ano de 2010 pelas empresas brasileiras, objetivou uma melhor evidenciação das informações contábeis e uma conseqüente redução da assimetria informacional, que pudesse reduzir o custo na captação de recursos e conseqüentemente resultar numa redução do custo de capital próprio das empresas. A presente pesquisa buscou verificar o impacto da convergência às normas internacionais de contabilidade sobre o custo de capital próprio nas companhias listadas na BM&FBOVESPA. Para alcançar este objetivo, foi realizado um estudo empírico que calculou o custo de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2007 a 2014, a partir do modelo proposto por Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), utilizando dados contábeis disponíveis no sistema integrado de informações financeiras Comdinheiro. Após o cálculo do custo de capital próprio das empresas estudadas, estimou-se uma regressão linear múltipla, através do método de efeitos aleatórios, que verificou a relação entre as variáveis propostas pelo modelo de Alencar e Lopes (2010) e o custo de capital próprio, no período de 2007 a 2014. Os resultados da pesquisa evidenciam uma redução no custo de capital próprio das empresas estudadas e uma melhoria da qualidade da divulgação das informações contábeis, evidenciando assim uma resposta satisfatória do mercado brasileiro à adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no que tange a redução dos custos de capital próprio.

Palavras-chave: Informações Contábeis; Custo de Capital Próprio; CAPM; Convergência; Normas Internacionais.

1. Introdução

Lopes e Martins (2012) afirmam que a própria existência da Contabilidade está ligada à existência de problemas de informação. Nesse contexto, e entendendo que no mercado de ações, os títulos são avaliados diariamente de acordo com as informações disponíveis no mercado, é imperativo que as empresas, sobretudo aquelas que operam no mercado de capital, tenham um processo contínuo de avaliação e divulgação das informações contábeis.

A divulgação de informações contábeis tem o objetivo de reduzir a assimetria informacional, ou seja, espera-se que com a disponibilização de informações contábeis sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas, seus *stakeholders* tenham mais subsídios para avaliar a situação financeira dos negócios, tendo como uma das principais consequências um menor custo na captação de recursos e maior acesso ao crédito (MENEZES; LUZ e DE CARVALHO, 2013).

Nessa mesma linha, Barth, Konchitchki e Landsman (2013), reafirmam que as demonstrações contábeis têm como principal objetivo fomentar os investidores, financiadores e outros fornecedores de capital para tomada de decisões.

No entanto, Moura, Theiss e Cunha (2014) advertem que para transmitir confiança para a tomada de decisão, é necessário que as informações evidenciadas sejam de qualidade, ou seja, que reflitam a verdadeira situação da entidade, na qual o usuário pode se basear para a tomada de decisão.

Nesse contexto, ao longo dos anos, um dos principais desafios da Contabilidade foi a dificuldade de examinar e comparar demonstrações contábeis de países com diferentes sistemas contábeis, o que por vezes facilitava a ocorrência de escândalos contábeis em grandes corporações, bem como inviabilizava algumas operações econômicas. Nesse contexto, tem aumentado consideravelmente a exigência por boas práticas de Governança Corporativa na busca por uma redução da assimetria informacional e consequente crescimento do grau de transparência das demonstrações contábeis das empresas.

Com a finalidade de padronização dos procedimentos e relatórios contábeis em busca da tão almejada transparência e comparabilidade, surgiram as normas internacionais de Contabilidade ou *International Financial Reporting Standard* - IFRS, que são as normas contábeis internacionais emitidas pelo *International Accounting Standards Board* - IASB, que buscam aumentar a competitividade e auxiliar no desenvolvimento das empresas no mercado globalizado através da divulgação de informações relevantes e da diminuição da assimetria informacional.

Atualmente, as IFRS são emitidas pelo *International Accounting Standards Board* - IASB, uma organização independente sediada em Londres, que tem difundido a importância da adoção das IFRS por todo o mundo. Atualmente, mais de 120 países, entre eles Austrália e os países membros da União da Europeia, já adotaram completamente as IFRS, e outros tantos estão em fase de adoção gradual (SILVA, 2012).

De acordo com a Resolução CFC nº 1.055/2005, a crescente importância da internacionalização das normas contábeis vem levando inúmeros países a caminharem para um processo de convergência, que tenha como consequência a redução nos riscos dos investimentos internacionais, maior facilidade de comunicação internacional no mundo dos

negócios com o uso de uma linguagem contábil bem mais homogênea e a redução do custo do capital (MENEZES; LUZ e DE CARVALHO, 2013).

No Brasil, os primeiros passos para a adoção das normas internacionais de Contabilidade foram dados com a publicação do CPC 13, que obrigou as empresas brasileiras a seguirem as inovações trazidas pela Lei nº 11.638/2007. Dois anos mais tarde, a publicação da Lei nº 11.941/2009 (antiga Medida Provisória nº 449/2008) e do CPC 37 que exigia a adoção dos CPC's e IFRS vigentes no ano de 2010, consolidou o arcabouço legal que serviria de lastro para o processo de convergência ao padrão contábil internacional ou IFRS.

Percebe-se, portanto, que no Brasil, conforme destacado anteriormente, o processo de adoção das IFRS ocorreu em dois momentos. Inicialmente, com a publicação do CPC 13, que obrigou as empresas brasileiras a seguirem as inovações trazidas pela Lei nº 11.638/2007; e dois anos mais tarde, com a publicação da Lei nº 11.941/2009 (antiga Medida Provisória nº 449/2008) e do CPC 37, que exigia a adoção dos CPC's e IFRS vigentes no ano de 2010.

A partir desse ordenamento jurídico, a Contabilidade societária brasileira passou a ser orientada por princípios e julgamentos, assim como já ocorria em outros países que já haviam adotado as IFRS, a saber, Austrália, Alemanha, França, Itália e Reino Unido.

Em se tratando da convergência às normas internacionais no Brasil, Silva (2012) define o modelo de convergência brasileiro como “um modelo híbrido”, pois diferentemente do ocorrido em outros países, no Brasil, este processo ocorreu em duas fases, gerando assim um campo fértil para averiguações e estudos de fenômenos já investigados em outros países e ambientes econômicos.

Ainda segundo Silva (2012), após a padronização das demonstrações contábeis e consequente diminuição da assimetria informacional, pôde-se verificar através da utilização de modelos baseados em Francis *et al* (2005) e Li (2010), uma redução no custo de capital das empresas que adotaram obrigatoriamente as IFRS partir de 2010.

Nesse contexto, após três anos da conclusão do processo de adoção às IFRS no Brasil, é apresentado o problema de pesquisa deste trabalho: **Houve uma redução do custo de capital próprio nas companhias listadas na BM&FBOVESPA após a convergência as normas internacionais de contabilidade?**

Sendo assim, o objetivo da presente pesquisa é **verificar se houve de fato uma redução no custo de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA, após a convergência às normas internacionais de Contabilidade (IFRS).**

Para alcançar este objetivo, foi realizado um estudo empírico que calculou e analisou o custo de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2007 a 2014, a partir da coleta dos dados contábeis disponíveis no sistema integrado de informações financeiras Comdinheiro.

Esta investigação diferencia-se das demais na medida em que busca encontrar evidências, no mercado de capital brasileiro, em contraponto a Daske (2006) que analisou empresas alemãs cotadas no mercado de capital da União Europeia. Adicionalmente, a respeito da relação entre a adoção das normas internacionais de Contabilidade (IFRS) e consequente diminuição da assimetria informacional e uma possível redução dos custos de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA, o presente trabalho utiliza um modelo de CAPM “adaptado”, ao modelo proposto por Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), para o cálculo do custo de capital próprio (K) das empresas, e uma regressão estimada a

partir de variáveis discutidas em Alencar e Lopes (2010) para análise do comportamento das médias das variáveis durante o período pesquisado. Além dessas inovações, a pesquisa apresenta uma análise com horizonte temporal mais amplo que o de outras pesquisas relacionadas, como Silva (2012) que investigou dados contábeis de empresas brasileiras apenas nos anos de 2010 e 2011.

Além da introdução, o presente trabalho está estruturado em mais quatro seções. A segunda seção apresenta a fundamentação teórica que lastreia a pesquisa. Na sequência, a terceira seção destina-se à exposição da metodologia empregada no estudo. A quarta seção exhibe os resultados da pesquisa e, por fim, na quinta seção têm-se a análise do trabalho.

2. Fundamentação Teórica

O desenvolvimento econômico e a expansão dos mercados ampliou o volume de produção das empresas, que passaram a demandar uma maior quantidade de recursos financeiros, levando à consequente abertura do capital no mercado de ações com o objetivo de atrair financiamentos para a atividade empresarial.

Em muitas situações, o financiador passou a ser uma pessoa distinta do gestor, dando origem a conflitos de interesse entre as partes. Dessa relação conflituosa emergiu o problema de agência, que ocorre quando partes cooperantes têm diferentes objetivos e divisão do trabalho (JENSEN; MECKLING 1976; ROSS, 1973).

Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), a empresa é uma ficção legal que serve como um foco para um complexo processo no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos são colocados em equilíbrio dentro de um quadro de relações contratuais. Sendo assim, a teoria da agência tenta descrever a relação entre o principal (acionista) e o agente (diretor), que é dada através de um contrato (JENSEN; MECKLING 1976).

Nessa linha, Ludícibus e Lopes (2008) argumentam que o conflito de agência surge quando o principal e o agente possuem interesses contrastantes e ao colocarem seus interesses particulares em primeiro plano acabam prejudicando as atividades organizacionais.

Para que a organização não sofra maiores impactos com o conflito da agência, o acionista deve se utilizar de instrumentos que limitem as ações do administrador, em busca do alinhamento dos interesses de ambos. Isso ocorre, pois, segundo Jensen e Meckling (1976), as partes de um contrato agem em prol da maximização de suas utilidades pessoais, ou seja, nem sempre um “agente” priorizará o interesse do “principal” em sua tomada de decisão. Sendo assim, os gastos que visam a alinhar interesses dentro de uma organização são chamados custos de agência.

A teoria da agência se desenvolveu em duas linhas: a positivista e a diretor-agente (JENSEN; MECKLING 2008). As duas correntes científicas analisam a relação contratual entre o diretor e o agente. Os estudiosos da corrente positivista têm se concentrado na identificação de situações em que o principal e o agente são susceptíveis a ter objetivos conflitantes e, em seguida, descrever a governança e os mecanismos de controle do agente.

Em contraponto, os pesquisadores da linha diretor-agente estão preocupados com o estudo da teoria geral. Sendo esta corrente, em comparação com a corrente positivista, considerada abstrata e matemática, portanto, menos acessível aos estudiosos organizacionais (EISENHARRDT, 1989).

Diante dessa conjuntura, Lopes (2012) também concorda que a empresa é um conjunto de contratos, onde impera a assimetria informacional, devido à separação da propriedade e do controle (Agente X Principal), comum à organização moderna. Argumenta ainda, que esse conflito explica-se pelos distintos interesses dos agentes, que, conseqüentemente, origina diferentes demandas informacionais, sendo, portanto, de suma importância, a atuação da contabilidade no papel de ajustar as informações em busca da redução da assimetria informacional.

Ainda segundo Lopes (2012), no cerne da teoria dos contratos e considerando a empresa um conjunto de contratos, é fundamental que a contabilidade, atue gerencialmente proporcionando a harmonia do contrato entre a firma e seus gestores. Ainda nesse contexto, Lopes e Martins (2012) afirmam que a teoria dos contratos tem como principais pilares a deficiente produção de informação e os conflitos de agência inerentes à firma moderna.

Para Paulo e Martins (2007), a informação contábil influencia as decisões individuais de seus usuários, afetando a alocação dos recursos e o funcionamento dos mercados, e conseqüentemente influenciando na eficiência da economia. Portanto, a redução da assimetria informacional auxilia o monitoramento e cumprimento dos contratos, contribuindo para redução dos custos de agência originados pelos conflitos de agência.

Com relação ao custo de capital, Castro Júnior, Conceição e Santos (2011) consideram o mesmo como o retorno mínimo esperado pelos investidores para que venham a aplicar seus recursos em determinada entidade ou ativo.

Martinez *et al* (2001) e Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) relacionam o custo de capital como o custo de oportunidade pelo qual a organização espera obter o melhor retorno sobre o investimento praticado, em outras palavras, seria quanto a empresa pode obter de retorno sobre seus investimentos.

Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) ainda comentam que o custo de capital para uma empresa pode ser usado como uma medida de avaliação da atratividade econômica de um investimento, sendo utilizado como referência para a análise de desempenho, viabilidade operacional e definição de uma estrutura ótima de capital.

Além disso, Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) interpretam o custo de capital próprio como a medida que apresenta o maior grau de dificuldade de determinação no cálculo do Custo de Capital. Pois não é possível prever de forma objetiva a taxa mínima de remuneração esperada pelos acionistas para aplicação de seus recursos na empresa (aquisição de ações).

Nesse contexto e entendendo que um dos principais objetivos da adoção das normas internacionais de Contabilidade é a diminuição da assimetria informacional, e a conseqüente redução dos custos de capital das empresas, nada mais natural que sejam realizados inúmeros trabalhos e pesquisas sobre o tema.

Daske (2006), logo após a adoção das IFRS pelos países da União Europeia, não observou a esperada redução do custo de capital próprio, tendo ele, inclusive, verificado um aumento do mesmo durante o período de transição. No trabalho em questão, o autor pesquisou a relação entre a adoção das IFRS e possíveis benefícios econômicos obtidos pelas empresas cotadas na União Europeia. A partir de uma amostra de 280 empresas alemãs que adotaram tais normas, foram investigados os potenciais benefícios econômicos por meio da análise do custo de capital próprio no período 1993-2002.

Daske *et al.* (2008) analisaram 3100 empresas obrigadas a adotar as IFRS em vários países da União Europeia, e verificaram, novamente, um aumento significativo do custo de capital estimado por essas empresas. Tal resultado foi explicado pelos possíveis efeitos do processo de transição.

De forma contrária, Li (2010), após investigar empresas da União Europeia obrigadas a adotarem as IFRS, encontrou resultados que apontavam para uma redução do custo de capital próprio das mesmas, ressaltando que tais resultados não devem ser estendidos para países com ambiente legal de baixo *enforcement*.

Lopes e Alencar (2010), após aplicar o Índice Brasileiro de Divulgação Empresarial, BCDI, às ações com maior liquidez da Bovespa nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005, concluíram que em países com baixa divulgação de relatórios contábeis, a adoção de normas que venham a aumentar o nível de exigência ou divulgação tendem a gerar uma diminuição do custo de capital próprio das empresas.

Silva (2012), após analisar a carteira teórica do IBrX-100, composta pelas 100 ações mais negociadas na BM&FBOVESPA em junho de 2011 e mais 30 empresas que haviam adotado as IFRS de forma antecipada, também verificou uma redução no custo de capital das empresas pesquisadas.

Desse modo, Silva e Nardi (2014) afirmam que apesar de achados contrários a respeito da relação entre o ambiente informacional e custo de capital próprio, acredita-se que as demonstrações contábeis *full* IFRS podem contribuir para reduzir a assimetria de informação entre mercado e empresas, resultando em maior eficiência na alocação de recursos.

Nesse contexto, e se tratando de cálculo do custo de capital próprio, não existe uma unanimidade sobre o modelo a ser utilizado para tal fim. Para Oliveira e Martelanc (2012) tal situação pode ser explicada pela ausência de uma explicação teórica universalmente aceita.

No entanto, o surgimento do *Capital Asset Pricing Model* - CAPM, ainda na década de sessenta, trouxe um novo viés para realização desse procedimento, pois o mesmo resulta numa taxa de retorno utilizada para avaliação de investimentos, que possibilita a estimação de retornos de ativos através da relação de risco e retorno de um ativo perante o mercado.

Ainda segundo Oliveira e Martelanc (2012), no decorrer do desenvolvimento da teoria do cálculo do custo de capital, a partir do CAPM, vários outros modelos foram elaborados e testados empiricamente. Enquanto alguns acadêmicos validaram o modelo CAPM, outros o criticavam, afirmando que o retorno de uma ação não seria apenas função do risco do ativo relativo ao risco do mercado.

Proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros – CAPM, concebido com o objetivo de precificar os ativos financeiros negociados no mercado de capitais, teve grande influência na evolução da Teoria das Finanças. A aplicação desse modelo na Contabilidade foi amplamente difundida entre os anos de 1960 e 1970, em boa parte por causa dos estudos teóricos e empíricos de Beaver (1966), Ball e Brown (1968) e Fama e Miller (1972), que avaliaram o conteúdo informacional dos relatórios contábeis anuais buscando identificar se as divulgações financeiras publicadas tinham influência no preço das ações.

Cardoso e Martins (2004) argumentam que o CAPM é extremamente relevante para a Teoria Positiva da Contabilidade, por ser um modelo teórico pouco complexo, que possibilita testes empíricos sobre o relacionamento de preços de ativos e informações. Ainda

segundo Cardoso e Martins (2004), o CAPM é o resultado interpretativo do modelo de mercado, em que o preço de equilíbrio de títulos negociados num mercado eficiente depende da relação entre risco e taxas de retorno requeridas quando esses títulos são mantidos em carteiras diversificadas. (CARDOSO & MARTINS, 2004)

Fama (1976) apresenta a equação para o equilíbrio de mercado conforme a composição abaixo:

$$E(R_{it}) = R_f + \beta_i[E(R_{mt}) - R_f]$$

Onde:

E(R_{it}) é o retorno esperado para o título *i*, ajustado por sua contribuição de risco para uma carteira diversificada;

R_f é a taxa livre de risco;

E(R_{mt}) é o retorno esperado da carteira de mercado;

β é a medida de contribuição de risco do título *i* para a carteira de mercado.

$$\text{O } \beta \text{ é dado por: } \beta = \frac{\text{COV}(R_{it}, R_{mt})}{\sigma^2(R_{mt})}$$

O β representa a medida em que determinado título tende a mover-se para cima ou para baixo com o mercado, já que o risco que permanece na carteira após a diversificação é o risco inerente ao mercado na sua totalidade (risco sistêmico).

Nesse sentido, percebe-se que o preço de equilíbrio de um título *i* no início do período *t* é aquele definido por sua taxa de retorno esperado em função da taxa livre de risco, da taxa de retorno esperada da carteira de mercado e da covariância entre a taxa de retorno do ativo *i* e da taxa de retorno na carteira de mercado e da variância da taxa de retorno do mercado.

Ao abordarem as características do CAPM, Cardoso e Martins (2004) afirmam que este modelo foi construído a partir das seguintes premissas:

- a) Os investidores buscam maximizar a utilidade esperada de suas riquezas através de escolhas de carteiras de títulos com base em seus retornos e desvios-padrão;
- b) Os investidores podem tomar emprestado e/ ou emprestar qualquer quantia pela taxa livre de risco, e não há restrições para vendas a descoberto;
- c) Os mercados funcionam em concorrência perfeita;
- d) Não existem custos de transação e nem impostos;
- e) Os investidores possuem aversão ao risco (e a percepção do risco é homogênea entre os investidores);
- f) Os retornos dos títulos possuem distribuição normal, portanto podem ser caracterizados pela média e variância (somente dois parâmetros);

Segundo Hendriksen e Breda (1999) uma das dificuldades desse modelo é o fato de que os conceitos de risco e retorno são apresentados em termos *ex ante* ou esperados, pois o risco está associado à incerteza de retornos futuros. Contudo, considerando que a maioria das quantificações de retorno médio e *beta* são feitas *ex post*, tal aspecto limita a validade dos testes e das conclusões a que se pode chegar.

A relação entre o CAPM e os dados contábeis se dá a partir da interação realizada pela Contabilidade no fornecimento de informações que contribuirão para a fundamentação

da análise realizada pelo CAPM, tais como: fluxos de caixa, lucros, dividendos e outras informações que possam ser relevantes para auxiliar a avaliação de empresa. Sobre este aspecto, se as informações contábeis fornecem evidências de comportamentos de fluxos de caixa futuros, estas são utilizadas como determinantes do valor da empresa (CARDOSO & MARTINS, 2004). Nesse sentido, entende-se que, com base nas informações contábeis, pode-se compreender o comportamento do risco e retorno da entidade.

Segundo relatam Cardoso e Martins (2004), no Brasil, pesquisas envolvendo testes de eficiência de mercados e modelos de precificação de ativos ainda são incipientes se comparados ao número de estudos internacionais. Isso porque a pesquisa em Contabilidade, no cenário brasileiro, ainda está muito presa ao enfoque normativo, o que tem dificultado ainda a difusão de pesquisas que explanem abordagem positiva propriamente dita.

No entanto, Garrán (2006), em pesquisa realizada com profissionais que atuam como avaliadores de ativos do mercado brasileiro, identificou que o CAPM é utilizado como método de estimação do custo de capital próprio por cerca de 70% desses profissionais, o que legitima seu poder preditivo e a sua importância no cenário econômico brasileiro.

Visando responder ao problema de pesquisa apresentado e verificar se houve de fato uma redução no custo de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA, após a convergência às normas internacionais de Contabilidade (IFRS), apresenta-se a hipótese de pesquisa:

H0: ocorreu uma redução do custo de capital próprio das companhias listadas na BM&FBOVESPA após a convergência as normas internacionais de contabilidade?

3. Metodologia

De acordo com a classificação de Martins (2000), esta pesquisa é classificada como um estudo empírico-analítico, pois busca explicar o fenômeno observado através da análise das variáveis estudadas verificando as relações entre as mesmas.

Quanto à abordagem, classifica-se como uma pesquisa quantitativa, que segundo Richardson (1999), caracteriza-se pelo emprego da quantificação na coleta de informações e no tratamento das mesmas através das técnicas estatísticas, garantindo a precisão dos resultados.

Foram levantadas informações de empresas com sede no Brasil, listadas nos diversos níveis da BM&FBOVESPA, cujos dados estavam disponíveis na base de dados do Comdinheiro.com no mês de janeiro de 2015. Foram excluídas da amostra, pela sua peculiar característica de estrutura patrimonial, característica operacional e característica de investimento, as instituições financeiras e de seguros. Por fim, excluiu-se as empresas que não apresentavam dados suficientes para o cálculo estatístico no período de 2008 a 2014, computando um total de 155 empresas.

Inicialmente foram coletados dados referentes aos exercícios sociais de 2004-2014. No entanto, pela ausência de dados indispensáveis à análise, nos exercícios sociais de 2004 a 2006, o período foi restringido aos exercícios sociais compreendidos entre os anos de 2007 a 2014.

A opção por esse período se deve ao fato das principais pesquisas na área não terem verificado um horizonte temporal dessa amplitude, o que pode ter enviesado os resultados das mesmas, em função da análise/comparação ser realizada apenas entre o exercício de

adoção das normas internacionais de contabilidade e o exercício imediatamente anterior, sem levar em consideração o contexto histórico, podendo a investigação sofrer a influência de eventos isolados. Dessa forma, a utilização desse período caracteriza-se como um dos fatores inovadores deste estudo.

Para fins desse trabalho, o custo de capital próprio das empresas foi estimado a partir do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) inicialmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), e posteriormente adaptado por Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), que defendem que para análise de modelos de avaliação de empresas em países de economias emergentes, é necessária a apuração do custo de oportunidade dos investidores brasileiros utilizando o benchmark de uma economia mais estável.

No entanto, por entender que o presente trabalho ao tratar apenas das empresas com sede no Brasil, diferentemente do trabalho de Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), busca avaliar as empresas sujeitas as nuances do mercado acionário brasileiro, optou-se, portanto, por suprimir, do modelo proposto, os dados relacionados ao *benchmark* de uma economia mais estável.

Sendo assim, o modelo utilizado, ou seja, o CAPM “parcialmente” adaptado ao modelo proposto por Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), pode ser apresentado através da equação abaixo:

$$K = R_F + \beta(R_M - R_F) + \alpha_{BR}$$

Onde:

K = Custo de capital próprio para empresas com sede no Brasil

R_F = taxa livre de risco no Brasil

β = coeficiente beta das empresas

R_M = taxa de retorno de mercado do Brasil

α_{BR} = risco Brasil

A taxa livre de risco (R_F) foi obtida através da taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), para títulos federais, em consulta ao site do Banco Central do Brasil.

O coeficiente beta (β) das empresas foi obtido através do sistema integrado de informações financeiras Comdinheiro, que disponibiliza o referido coeficiente por período (exercício).

A taxa de retorno de mercado do Brasil (R_M) foi obtida através da taxa média de retorno ajustado da BM&FBovespa, disponível no site da própria Bolsa, entre os anos de 1994 e 2014, a opção por esse período levou em consideração a publicação do Plano Real, em 27 e fevereiro de 1994, que objetivou uma estabilização econômica, e por considerar o prazo de 20 anos como um prazo médio de maturação do mercado acionário brasileiro.

O risco Brasil foi obtido através do índice EMBI+, que é baseado nos bônus (títulos de dívida) emitidos pelos países emergentes e demonstra os retornos financeiros obtidos a cada dia por uma carteira selecionada de títulos desses países. Vale salientar que o índice EMBI+ foi criado para classificar somente países que apresentassem alto nível de risco segundo as agências de *rating* e que emitirão títulos de valor mínimo de US\$ 500 milhões, com prazo de ao menos 2,5 anos (IPEA, 2015). Para tanto, foi calculada a média anual do

risco Brasil, a partir de dados obtidos em consulta ao site do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Após o cálculo do custo de capital próprio das empresas pesquisadas, objetivando verificar a influência de outras variáveis na composição do custo de capital próprio (variável dependente), foi estimada uma regressão, a partir das variáveis independentes propostas pelo modelo apresentado por Alencar e Lopes (2010). A seguir as variáveis utilizadas na pesquisa:

K = Custo de capital próprio para empresas com sede no Brasil (variável dependente)

$DISC_t$ = Nível de *Disclosure* (período t);

$PVPA_t$ = Relação entre Preço e o Valor Patrimonial da Ação (período t);

LRL_t = Logaritmo da Receita Líquida (período t);

LET/PL_t = Logaritmo da Relação entre o Valor do Exigível Total e o Patrimônio líquido (período t);

$IBOV_t$ = *dummy* relativa à Participação do Título no índice Ibovespa (período t);

LAT_t = Logaritmo do Ativo Total (período t);

$IFRS$ = Adoção das IFRS no período obrigatório (*dummy*)

Para fins da análise econométrica foi utilizado o pacote estatístico Stata®12.0, através do qual foi realizada a regressão linear múltipla e testes econométricos com o objetivo de verificar a natureza das relações entre as variáveis estudadas e responder ao problema de pesquisa. Segundo Corrar e Theóphilo (2004), a regressão linear múltipla é um procedimento estatístico que busca encontrar um modelo linear válido que permita explicar e prever uma variável dependente (ou explicada) a partir de duas ou mais variáveis independentes (ou explicativas).

Os dados da pesquisa foram dispostos em painel, que segundo Wooldridge (2011), é o método que permite que as mesmas empresas sejam acompanhadas ao longo do tempo, ou seja, os dados obtidos das empresas serão capturados ao longo do tempo para cada membro da amostra.

Segundo Gujarati (2011), a disposição de dados em painel permite a utilização de mais observações com um maior grau de liberdade, permitindo a fusão de dados seccionais com séries temporais com maior eficiência através da redução da multicolinearidade.

Inicialmente foram realizados os testes da Matriz de Correlação e Covariância, e o teste Multivariado de Médias, Covariância e Normalidade para atendimento dos pressupostos da metodologia de dados em painel e verificação de possíveis multicolinearidades no modelo. Após a realização dos testes foram atendidas as premissas e não foram verificados indícios de multicolinearidade.

Ao estimar a regressão verificou-se através do *Teste de Wald* que o modelo proposto apresenta significância igual a zero, o que demonstra um alto poder explicativo do modelo proposto, onde as variáveis independentes possuem alto poder explicativo.

A metodologia de painel foi aplicada com efeitos fixos e aleatórios e utilizou-se o *Teste de Hausman* para decisão entre o uso do modelo de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. Os resultados do *Teste de Hausman* apresentaram uma diferença de coeficiente não sistemática, o que sugere que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado para análise.

Como forma de ratificar a utilização do modelo de efeitos aleatórios, foi realizado o *Teste Breusch-Pagan*, que segundo Gujarati (2011) é um teste baseado no teste multiplicador de *Lagrange*, bastante utilizado para testar a hipótese nula de que as variâncias dos erros são iguais (homoscedasticidade) versus a hipótese alternativa de que as variâncias dos erros são uma função multiplicativa de uma ou mais variáveis. Após a realização do referido teste, o modelo apresentou *p-valor* igual a zero o que ratifica a utilização do modelo de efeitos aleatórios

Para validar a hipótese metodológica formulada – ocorreu uma redução do custo de capital próprio das companhias listadas na BM&FBOVESPA após a convergência as normas internacionais de contabilidade – espera-se que ocorra uma redução média do custo de capital próprio das empresas estudadas após a adoção da IFRS. Paralelo a essa análise, será observada a relação entre as variáveis independentes e o comportamento do custo de capital próprio (K) no período estudado. Espera-se, portanto, que as variáveis independentes que compõem o modelo possuam relação significativa com o custo de capital próprio.

4. Resultados

Nesta seção, são apresentadas inicialmente as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo proposto para o cálculo do custo de capital próprio e das variáveis que compõem a regressão linear múltipla que pretende analisar a influência de um conjunto de variáveis independentes na composição do custo de capital próprio. A análise foi realizada com o objetivo de descrever e sumarizar o conjunto de dados a fim de avaliar a média e o desvio padrão das variáveis. Vale salientar que conforme descrito nos Procedimentos Metodológicos, a amostra foi composta por títulos de 155 empresas, que divulgaram as informações necessárias para estimação do modelo no período de 2007 a 2014. Após o levantamento dos dados iniciais foram identificadas e eliminadas as observações consideradas como *outliers*.

Em atenção às observações de Corrar, Paulo e Dias Filho (2014), que argumentam que estimativas inconsistentes e enviesadas podem comprometer a análise da regressão, foram realizados os pressupostos da normalidade de resíduos, onde foram transformadas as variáveis assimétricas em logaritmo (*ln*).

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que compõem o CAPM “adaptado” ao modelo proposto por Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), utilizado neste trabalho para o cálculo do custo de capital próprio das empresas pesquisadas, estruturadas em três períodos; o período completo da pesquisa, o período pré-convergência às IFRS e o período pós-convergência às IFRS. Na referida tabela são apresentados os dados referentes ao número de observações, média, desvio padrão, mínimo e máximo das variáveis.

**Tabela 1: Estatísticas descritivas - Custo de Capital Próprio
Período Total (2007-2014)**

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo de Capital Próprio (K)	1240	13,84	1,48	9,77	20,64
Taxa livre de risco no Brasil (R_f)	1240	10,43	1,46	8,19	12,38
Coefficiente beta das empresas (β)	1097	0,78	0,39	-1,55	4,86
Taxa de retorno de mercado do Brasil (R_m)	1240	12,40	0	12,40	12,40

Risco Brasil (α_{BR})	1240	225,38	47,30	180,55	306
Período Pré IFRS (2007-2009)					
Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo de Capital Próprio (K)	465	15,02	0,58	14,21	15,46
Taxa livre de risco no Brasil (R_f)	465	11,46	1,03	10,02	12,38
Coefficiente beta das empresas (β)	465	1	0	1	1
Taxa de retorno de mercado do Brasil (R_m)	465	12,40	0	12,40	12,40
Risco Brasil (α_{BR})	465	262,44	58,01	180,55	306
Período Pós IFRS (2010-2014)					
Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo de Capital Próprio (K)	775	13,13	1,40	9,77	20,64
Taxa livre de risco no Brasil (R_f)	775	9,81	1,33	8,19	11,67
Coefficiente beta das empresas (β)	632	0,61	0,45	-1,55	4,86
Taxa de retorno de mercado do Brasil (R_m)	775	12,4	0	12,40	12,40
Risco Brasil (α_{BR})	775	203,14	15,64	183,93	230,31

Fonte: Dados da Pesquisa

A análise da Tabela 1 permite observar uma redução de 12,58% na média do custo de capital próprio (K) das empresas pesquisadas no período pós-convergência às normas internacionais de contabilidade (IFRS). Essa observação corrobora os resultados do estudo de Silva (2012), que verificou uma redução no custo de capital próprio das empresas que adotaram as IFRS a partir do ano de 2010, o que permite aceitar a hipótese de redução do custo de capital próprio das companhias listadas na BM&FBOVESPA após a convergência as normas internacionais de contabilidade. Seguindo essa linha, e ainda corroborando os resultados de Silva (2012), este trabalho também é coerente com os achados de Lopes e Alencar (2010), que apresentaram evidências empíricas de que uma maior qualidade nas demonstrações contábeis implica numa redução do custo de capital próprio.

Tal análise, corrobora, de forma análoga, os achados científicos que apontam para uma melhoria na qualidade da divulgação das informações contábeis após a adoção das IFRS (SILVA, 2012; LOPES e ALENCAR, 2010; DASKE, 2006; DASKE *et al.* 2008), ou seja pode-se concluir que após o início do processo de adoção das normas internacionais as empresas passaram a divulgar mais e melhores informações.

Outra observação importante da tabela acima, diz respeito a redução da Taxa livre de risco no Brasil (R_f) – SELIC e do Risco Brasil (α_{BR}), o que pode estar diretamente associado a redução do custo de capital próprio ou até mesmo estar associado as melhores práticas de divulgação das informações no mercado acionário. No entanto para tal conclusão, faz-se necessário um estudo mais aprofundado sobre a relação dessas duas variáveis e a conjuntura econômica da época.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas da variável dependente e das variáveis independentes que compõem a regressão linear múltipla, estimada com base no modelo proposto por Alencar e Lopes (2010) e também estruturadas em três períodos; o período completo da pesquisa, o período pré-convergência às IFRS e o período pós-convergência às IFRS. Na referida tabela são apresentados os dados referentes ao número de observações, média, desvio padrão, e mínimo e máximo das variáveis.

Tabela 2: Estatísticas descritivas – Regressão Linear Múltipla

Período Total (2007-2014)

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo de Capital Próprio (K)	1240	13,84	1,48	9,77	20,64
<i>DISC_t</i>	1240	0,24	0,43	0	1
<i>PVPA_t</i>	1183	2,95	6,01	-53,98	77,45
<i>LRL_t</i>	1127	0,28	1,94	-15,13	5,72
<i>LET/PL_t</i>	1028	0,01	1,19	-7,29	4,79
<i>LAT_t</i>	1183	12,55	51,05	5,00	752,97
<i>IFRS</i>	1240	0,625	0,48	0	1
<i>SEGMENTO</i>	1240	2,28	1,19	0	3

Período Pré IFRS (2007-2009)

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo de Capital Próprio (K)	465	15,02	0,58	14,21	15,46
<i>DISC_t</i>	465	0,24	0,43	0	1
<i>PVPA_t</i>	411	4,61	8,36	-12,41	77,45
<i>LRL_t</i>	387	-0,05	1,94	-7,20	5,38
<i>LET/PL_t</i>	321	-0,15	1,40	-7,29	4,49
<i>LAT_t</i>	411	8,74	30,85	5,00	345,61
<i>IFRS</i>	465	0	0	0	0
<i>SEGMENTO</i>	465	2,28	1,19	0	3

Período Pós IFRS (2010-2014)

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo de Capital Próprio (K)	775	13,13	1,40	9,77	20,64
<i>DISC_t</i>	775	0,24	0,43	0	1
<i>PVPA_t</i>	772	2,06	3,89	-53,98	28,18
<i>LRL_t</i>	740	0,45	1,91	-15,13	5,72
<i>LET/PL_t</i>	707	0,08	1,08	-5,24	4,79
<i>LAT_t</i>	772	14,58	58,97	0,00	752,97
<i>IFRS</i>	775	1	0	1	1
<i>SEGMENTO</i>	775	2,28	1,19	0	3

Fonte: Dados da Pesquisa

As estatísticas apresentadas na Tabela 2 evidenciam uma redução na média do PVPA no período pós-convergência em contrapartida a uma variação positiva na LRL, LET/PL e LAT das empresas avaliadas. Nesse sentido, entendendo que ao considerar os valores da Receita Líquida; Relação entre Exigível Total e Patrimônio líquido; e Ativo Total estão sendo atribuídas variáveis de mensuração do tamanho da empresa. Tal verificação se alinha as observações de Pratt (2002), que afirma que o efeito tamanho (*size premium*) pode influenciar no retorno do ativo e no valor de mercado das ações.

A Tabela 3 apresenta os dados da regressão linear múltipla, estimada através do modelo de efeitos aleatórios, após a realização de testes acessórios para atendimento dos pressupostos básicos da metodologia de dados em painel e definição do melhor modelo a ser utilizado para a pesquisa em questão. Na referida tabela, são apresentados os coeficientes, o erro padrão robusto e *P-valor* (significância) das variáveis que compõem a regressão. A saber, a regressão foi estimada utilizando um intervalo de confiança de 95%.

**Tabela 3: Regressão Linear Múltipla - Custo de Capital Próprio x Adoção das IFRS
(Intervalo de confiança de 95%)**

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P-valor
<i>Constante</i>	14,64064	0,0984517	0,000
<i>DISC_t</i>	0,4494819	0,1075131	0,000
<i>PVPA_t</i>	-0.0164659	0,0082207	0,045
<i>LRL_t</i>	0,0333094	0,0353591	0,346
<i>LET/PL_t</i>	0,0207449	0,0389595	0,594
<i>LAT_t</i>	0,0057954	0,0005297	0,000
<i>IFRS</i>	-2,016588	0,0838267	0,000
<i>SEGMENTO</i>	0,1515668	0,0404377	0,000
<hr/>			
<i>R-Quadrado Global</i>	45%		
<i>Teste de Wald</i>	0,000		

Fonte: Dados da Pesquisa

Após a análise da Tabela 3, o *R-Quadrado Global* apresentado é o coeficiente que determina a variabilidade do *beta*, explicada pelas variáveis independentes propostas no modelo. Pode-se observar após a análise dos dados da regressão que o *R-Quadrado Global* assumiu um percentual de explicação do modelo de 45%, considerado pela literatura como satisfatório. Tal constatação demonstra e permite concluir que o modelo proposto explica, em média, 45% da variabilidade do custo de capital próprio, ou seja, durante o período pesquisado, em média, 45% da variação do custo de capital próprio das empresas estudadas é explicada pelas variáveis do modelo estudado. Esses resultados corroboram os achados da pesquisa de Lopes e Alencar (2010) idealizadores do modelo utilizado.

Corroborando a análise do *R-Quadrado Global*, o *Teste de Wald* também apresenta significância igual a zero, o que demonstra um alto poder explicativo do modelo proposto, ou seja, que as variáveis independentes possuem alto poder explicativo.

As significâncias das variáveis da regressão constantes na tabela acima evidenciam uma relação altamente significativa entre o custo de capital próprio e as variáveis *DISC* -Nível de *Disclosure*, *PVPA* - Relação entre Preço e o Valor Patrimonial da Ação, *LAT* -Logaritmo do Ativo Total, *IFRS* - Adoção das IFRS no período obrigatório e *IBOV* - Participação do Título no índice Ibovespa. Essa análise permite mais uma vez associar a influência do efeito tamanho (*size premium*) no retorno do ativo e o valor de mercado das ações.

Após a estimação da regressão não foi possível verificar relação significativa entre o custo de capital próprio das empresas com as variáveis *LRL* - Logaritmo da Receita Líquida e *LET/PL* - Logaritmo da Relação entre o Valor do Exigível Total e o Patrimônio Líquido, o que pode levar a conclusão que o volume de vendas e a taxa de endividamento das empresas não impacta significativamente nas variações do custo de capital próprio das empresas estudadas.

Os resultados da pesquisa corroboram a hipótese H0, pois verifica-se que no período analisado, ocorreu uma redução do custo de capital próprio das companhias listadas na BM&FBOVESPA após a convergência as normas internacionais de contabilidade. Tais resultados se alinham aos achados dos trabalhos de Li (2010), Lopes e Alencar (2010), Silva (2012) e Silva e Nardi (2014) que verificaram uma redução na média do custo de capital próprio das empresas estudadas e evidenciaram uma relação significativa entre a adoção das normas internacionais e o custo de capital próprio das empresas.

5. Análise dos Resultados

O presente trabalho buscou verificar se houve uma redução no custo de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA após a convergência às normas internacionais de contabilidade (IFRS). A análise da regressão linear múltipla envolveu dados de 155 empresas, referentes ao período de 2007 a 2014, que estavam disponíveis na base de dados do sistema integrado de informações financeiras Comdinheiro.

Os resultados da investigação verificaram uma redução na média do custo de capital próprio das empresas estudadas, no período pós-convergência (2010-2014), bem como demonstraram a existência de relação significativa entre a variação do custo de capital próprio e os dados evidenciados pelas empresas brasileiras após a adoção do padrão internacional.

Os achados desta pesquisa podem contribuir para as discussões acadêmicas na área contábil, visto que os mesmos fornecem evidências empíricas de que a adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) culminou numa melhoria da qualidade da divulgação das informações contábeis e numa conseqüente redução no custo de capital próprio das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Sendo assim, se analisados isoladamente, os resultados indicam que o mercado brasileiro respondeu positivamente a adoção às normas internacionais de contabilidade (IFRS) no que tange a redução dos custos de capital próprio, corroborando os trabalhos Li (2010), Lopes e Alencar (2010), Silva (2012) e Silva e Nardi (2014) que observaram que após a adoção das IFRS ocorreu uma diminuição no custo de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Ao considerar que a adoção das IFRS pressupõe um aumento do nível de *disclosure*, os resultados encontrados alinham-se as evidências encontradas por Lopes e Alencar (2010), de que o aumento do nível de *disclosure*, tende a gerar uma diminuição do custo de capital próprio das empresas.

No contexto, desta pesquisa, conclui-se que a adoção das IFRS no Brasil alçou a Contabilidade Brasileira a um novo patamar no cenário econômico mundial, visto que muitos avanços têm sido experimentados nos últimos anos, sobretudo no que diz respeito à redução da assimetria informacional através da maior divulgação das informações contábeis.

A limitação desta pesquisa encontra-se, primeiramente nos obstáculos encontrados para definição da forma mais apropriada para o cálculo do custo de capital próprio das empresas, uma vez que não existe, na academia, uma unanimidade sobre o tema; além da definição de outras variáveis que possam explicar melhor a variação do custo de capital próprio das empresas. Vale destacar a necessidade de uma análise mais aprofundada para entender os fatores econômicos que podem ter influenciado a redução da Taxa livre de risco no Brasil (R_f) – SELIC e do Risco Brasil (α_{BR}) e verificar a relação dessa variação com a redução do custo de capital próprio evidenciado na pesquisa.

Referências

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fábio Guasti; DE ARAÚJO, Adriana Maria Procópio. **Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil**. Revista de Administração, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL-BACEN. **Consulta à Taxa Selic Diária**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/selic/selicdia.asp>>. Acesso em: 30 de jun. 2015.

BARTH, M. E.; KONCHITCHKI, Y.; LANDSMAN, W. R. Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, v. 55, n. 2, p. 206-224, 2013.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinícius Aversari **Hipótese de mercado eficiente e modelo de precificação de ativos financeiros**. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coords.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

CORRAR, Luis João; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Pesquisa Operacional Para Contabilidade e Administração (Contabilometria)**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

CORRAR, Luiz João; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria. **Análise Multivariada: Para os Cursos de Administração Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2014.

DASKE, Holger. **Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP – Have the Expected Cost of Equity Capital Really Decreased?**, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3) & (4), 329–373, Abril/Maio 2006.

DASKE, Holger; HAIL, L; LEUZ, C; VERDI, R. Mandatory IFRS Reporting around the World Early Evidence on the Economic Consequences. **Journal of Accounting Research**. v. 46, n. 5, p. 1085-1142, 2008.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, 1989, Vol. 14, n. 1, 57-74.

FREIRE, Mac Daves de Moraes; SUZART, Janilson Antônio da Silva; Cunha, Moisés Ferreira. **Relação do Custo de Capital Próprio e Disclosure nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. In: XXXVI ENANPAD 2012.

GARRÁN, Felipe Turbuk. (2006) **Metodologias em Uso no Brasil para Determinação do Custo de Capital Próprio para Avaliação de Ativos por Fluxo de Caixa Descontado**. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia e Administração (FEA), Universidade de São Paulo (USP).

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**, 5ª edição, Porto Alegre, Elsevier, 2011.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDÁ, Michael F. Van **Teoria da Contabilidade**. 1ª. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Consulta EMBI+ Risco-Brasil**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em: 30 de jun. 2015.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel. **Teoria avançada da Contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Out., 1976.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

LI, S. Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? **The Accounting Review**. V. 85, n. 2, p. 607-636, 2010.

LOPES, Alexandro Broedel; ALENCAR, Roberta Carvalho de. Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: The Brazilian Case. **The International Journal of Accounting**, v: 45, n. 4, p. 443-464, 2010.

LOPES, Alexandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo, Atlas, 2012.

LOPES, Alexandro Broedel. **Teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade**. In LOPES, Alexandro Broedel; IUDÍCIBUS, Sérgio de (Orgs.). **Teoria Avançada da Contabilidade** (pp. 173-187). São Paulo: Atlas.

MARTINEZ, A. L.; BRITO, L.; SILVA, P.R.; MARTINS, E. (2001). **Custo de Oportunidade, Custo de Capital Próprio, EVA e MVA**. In: MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas.

MENEZES, Fernanda Dourado; LUZ, Janayna Rodrigues de Moraes, DE CARVALHO; José Ribamar Marques. **Processo de Convergência Contábil das Pequenas e Médias Empresas Brasileiras aos Padrões Internacionais: Percepção dos Contabilistas de Campina Grande – PB**. In: XXXVII ENANPAD 2013.

MOURA, G. D.; THEISS, V.; CUNHA, P. R. Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados: uma análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBOvespa. **Revista BASE**, v. 11, n. 2, p. 111-122, 2014.

OLIVEIRA, Bruno Cals; MARTELANC, Roy. **Determinantes do Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital no Brasil: Um Estudo Empírico**. In: XXXVII ENANPAD 2013.

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu. **Análise da Qualidade das Informações Contábeis nas Companhias Abertas**. In: XXXI ENANPAD 2007

PRATT, S. (2002). **Business Valuation: discounts and premiums**. New York: Wiley Finance.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; **Adoção completa das IFRS no Brasil: Qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. 2013. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SILVA. L.M.; NARDI, P. C. C.. **A Adoção completa das IFRS no Brasil reduz o Custo de Capital Próprio?** In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS- GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 2014, São Paulo (SP). Anais. ANPCONT, 2014. Disponível em: <http://www.furb.br/_upl/files/especiais/anpcont/2014/343_3.pdf?20140923170108>. Acesso em: 10 de mar. 2015.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2011.