UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

**INCENTIVOS NO NÍVEL DA FIRMA E CONSEQUÊNCIAS ECONÔMICAS DA
CONVERGÊNCIA AO IFRS NO BRASIL**

Vinícius Simmer de Lima

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

Versão Original

SÃO PAULO
2011

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard B. Cornachione Jr.
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luis Eduardo Afonso
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

VINÍCIUS SIMMER DE LIMA

**INCENTIVOS NO NÍVEL DA FIRMA E CONSEQUÊNCIAS ECONÔMICAS DA
CONVERGÊNCIA AO IFRS NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2011

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico da SBD/FEA/USP

Lima, Vinícius Simmer de

Incentivos no nível da firma e consequências econômicas da convergência ao IFRS no Brasil / Vinícius Simmer de Lima. -- São Paulo, 2011. 172 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2011.

Orientador: Iran Siqueira Lima.

1. Contabilidade internacional 2. Divulgação de informações financeiras 3. Mercado de capitais 4. Custo de capital I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 657.6

**Aos meus pais, Mercedes e Rogério
e minha irmã Aline**

Agradeço ao Prof. Iran Siqueira Lima, meu orientador, pelo permanente incentivo à pesquisa, pela amizade, pelo aprendizado em sua disciplina de pós-graduação e pela integral disponibilidade para solucionar prontamente questões relativas às bolsas de estudo.

Aos Prof. Nelson de Carvalho e Wilson Nakamura, membros da banca, pela pronta disposição em participar das bancas de qualificação e defesa e pelas valiosas críticas e sugestões que contribuíram para esta dissertação.

Ao amigo e Prof. Gerlando Lima, meus sinceros agradecimentos pelo apoio e companheirismo ao longo de todo o curso de mestrado, pelo incentivo ao direcionamento internacional de meu trabalho e pelas importantes discussões acadêmicas.

Ao Prof. Gilberto Martins pelo suporte e auxílio metodológico que me foram prestados e pela oportunidade de participar do importante Fórum de Discussões Metodológicas por ele idealizado.

Ao Prof. Luiz João Corrar pelo apoio e ensinamentos em suas disciplinas de métodos quantitativos, sempre incentivando veementemente o adequado tratamento quantitativo que um trabalho empírico deve ter.

Agradeço à minha família, meu pai Rogério, pelo amor, incentivo e por compartilhar comigo todo o seu entusiasmo pela área de contabilidade e finanças. À minha mãe Mercedes, pelo amor incondicional e motivação para realização de todos os meus projetos, e minha irmã, Aline, pelo companheirismo e por escolher compartilhar comigo toda a sua organização com as tarefas diárias em São Paulo. Agradeço a Priscilla Proveti, minha namorada, pelo constante carinho, compreensão e paciência, fundamentais para meu equilíbrio nesta fase crítica de conclusão do mestrado.

Agradecimento especial a CAPES e a FAPESP que me apoiaram desde o início desta jornada acadêmica e ao Prof. Edgard Cornachione que foi o principal incentivador à submissão do meu projeto de pesquisa para apreciação da FAPESP.

Importante mencionar os comentários recebidos de Mathew Tsamenyi e Shahzad Uddin, editores do livro *Research in Accounting in Emerging Economies*, onde foi publicado recorte preliminar deste trabalho. Esta dissertação se beneficiou significativamente da revisão minuciosa da equipe tanto no aspecto teórico/empírico quanto textual.

Gostaria de salientar, também, as valiosas críticas, sugestões e comentários do Prof. Fernando Galdi no XXXIV Encontro da ANPAD, que contribuíram para elaboração desta dissertação.

Gostaria de agradecer a todos os colegas de pós-graduação, em especial aos parceiros próximos, Marcelo Bicalho, Josué Braga, César Valentim, Rodrigo Souza e Luciano Gilio, pelos momentos de descontração, pelas frutíferas discussões profissionais e acadêmicas e pelos artigos científicos realizados em conjunto.

Agradeço a Adriana Trapp, Marcelo Sarkis e Lílían Santos que me proporcionaram importante oportunidade profissional.

Finalmente, gostaria de agradecer a toda a equipe de docentes e diretores da FUCAPE, que deram os primeiros passos para minha formação de negócios e despertaram todo o meu interesse pela área acadêmica desde a graduação, que culminou na realização deste mestrado. Vocês permanecem sendo importante fonte de inspiração.

RESUMO

Esta dissertação investiga o papel dos incentivos individuais das companhias no compromisso com o atendimento das práticas de convergência ao IFRS, e o impacto da adoção destas práticas no custo de capital e liquidez de mercado no Brasil, um país emergente caracterizado por distinto ambiente institucional e elevadas oportunidades de crescimento. Este trabalho estende o estudo de Daske *et al.* (2008) ao considerar a observação de Ball (2006), de que a adoção de um padrão contábil superior não necessariamente se traduz em melhor qualidade de divulgação, uma vez que a qualidade dos relatórios contábeis pode ser fortemente moldada não pelas normas contábeis somente, mas também pelos incentivos e pela intensidade das forças políticas/econômicas presentes. Utilizando uma amostra de 148 companhias listadas na Bolsa Valores de São Paulo, o estudo emprega duas medidas para a caracterização da convergência baseadas no (i) Índice de Atendimento às Práticas de Convergência Internacional (IAPC) e na (ii) variação do volume de informação divulgada nos demonstrativos financeiros completos. Estimativas do custo de capital próprio são obtidas a partir de quatro modelos sugeridos pela literatura - Claus e Thomas (2001), Gebhardt *et al.* (2001), Easton (2004) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005). Para a liquidez de mercado, utilizam-se *proxies* para o *bid-ask spread*, *turnover* da ação e impacto no preço. Os incentivos econômicos estudados são: (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (vi) estrutura de propriedade e controle corporativo e (vii) empresa de auditoria externa. A metodologia da dissertação é subdividida nas seguintes análises: os determinantes do grau de atendimento às práticas de convergência; a heterogeneidade dos efeitos da convergência no mercado de capitais e a análise intertemporal dos efeitos da convergência no mercado de capitais. Em todas as abordagens, concentram-se nos papéis dos incentivos econômicos na análise. Inicialmente, a avaliação preliminar das *proxies* do estudo permitiu a validação empírica das estimativas do custo de capital próprio e das medidas de liquidez de mercado. Os resultados indicam que os incentivos são importantes determinantes do comportamento das empresas frente ao atendimento das práticas de convergência. Os resultados sugerem que empresas (i) maiores, (ii) menos alavancadas, (iii) com maiores oportunidades de crescimento, (iv) maior rentabilidade, (v) estrutura de propriedade e controle mais difusa e (vi) auditadas por companhias *Big Four* estão mais propensas a adotar as práticas de convergência de maneira que perfaçam mudanças materiais em suas políticas contábeis. A análise das consequências econômicas evidencia que, mesmo controlando para os incentivos subjacentes, o custo de capital e a liquidez de mercado (com exceção do Impacto no Preço) parecem estar relacionados ao compromisso das empresas com o atendimento das práticas de convergência ao IFRS. Assim, apesar das características emergentes da economia brasileira, os resultados apresentam indícios de que a adoção do modelo contábil internacional pode implicar em melhora no ambiente informacional das empresas independentemente dos efeitos individuais dos incentivos. No entanto, as evidências sugerem que a mensuração desta relação deve ser condicionada à análise dos incentivos subjacentes das empresas, pois eles parecem exercer efeitos interativos no custo de capital próprio e na liquidez de mercado. Por último, a análise intertemporal apresenta apenas fracos indícios de que o IAPC influencia a variação do custo de capital entre os períodos de 2006 a 2009. Nesta análise, os incentivos parecem dominar o efeito individual da norma contábil. Ao contrário, na análise da liquidez de mercado, o efeito individual da norma contábil parece sobrepor o efeito dos incentivos.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to investigate whether underlying firm-level incentives influence firms' compliance with IFRS convergence practices and whether this adoption impact firms' cost of equity capital and market liquidity in Brazil, a setting with a very distinct institutional environment and high growth opportunities. The study extends the work of Daske et al. (2008) considering Ball's (2006) observation that superior accounting standards do not necessarily translate into higher quality reporting, since reporting quality may be largely shaped not by accounting standards alone, but also by firm-level economic incentives and economic/political forces. Using a sample of 148 firms with shares traded in the São Paulo Stock Exchange, the study employs two measures of accounting convergence based on (i) compliance to a 58-item index (IAPC), called the International Accounting Standards Convergence Index and (ii) quantity increase in annual reports disclosure. An implied measure of cost of capital is calculated from four models (Claus and Thomas, 2001; Gebhardt et al., 2001; Easton, 2004; Ohlson and Juettner-Nauroth, 2005). Market liquidity is measured by the bid-ask spread, price impact and share turnover. Firm-level economic incentives consider size, exposure to international markets, financing needs, growth opportunities, profitability, ownership structure and corporate control and auditing firm. The methodology is divided in the following analysis: the determinants of the levels of compliance with the IFRS convergence practices, the heterogeneity of IFRS convergence effects on the capital markets and the intertemporal analysis of the IFRS convergence effects on the capital markets. In all approaches, the analyses focus on the roles of economic incentives. Initially, the preliminary assessment of the proxies allowed the empirical validation of the estimates of cost of capital and measurements of market liquidity. The results indicate that firm-level incentives are important determinants in the attitude of companies towards the adoption of IFRS convergence practices. The results suggest that firms that (i) are larger, (ii) are less leveraged, (iii) have greater opportunities for growth, (iv) have greater profitability, (iv) diffuse ownership and control structure and (v) are audited by the Big Four are more likely to adopt IFRS practices by implementing material changes in their accounting policies. The analysis of economic consequence shows that cost of capital and market liquidity (except the impact on price) seem to be related to the companies commitment to the adoption of IFRS convergence practices, even controlling underlying incentives. Thus, despite the emerging characteristics of the Brazilian economy, the results shows signs that the adoption of a superior accounting model can imply improvements to the information environment of companies, regardless of their firm-level incentives, resulting in positive impacts on capital markets. However, evidence suggests that measurement of this relation should be conditional on the analysis of firm-level incentives, since they seem to directly determine the disclosure of corporate financial information and exert interactive effects on the cost of capital and market liquidity. Finally, the intertemporal analysis provides only weak evidence that the IAPC influences the changes in cost of capital from 2006 to 2009. In this analysis, the incentives seem dominate the individual effect of accounting standards. Instead, the analyses of market liquidity shows that individual accounting standards seem dominate the effect of the incentives.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	3
LISTA DE QUADROS	4
LISTA DE TABELAS.....	5
LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	6
1 O PROBLEMA DE PESQUISA.....	7
1.1 Introdução e justificativa da pesquisa.....	7
1.2 Hipóteses do estudo	11
1.3 Aspectos metodológicos	14
1.4 Contribuições.....	15
1.5 Estrutura do trabalho.....	16
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1 Conceituação subjacente.....	17
2.1.1 Relação entre divulgação corporativa, liquidez e custo de capital	18
2.1.2 Teoria da divulgação corporativa regulada.....	20
2.1.3 Efeitos de práticas contábeis mais comparáveis.....	23
2.2 Incentivos econômicos e fatores institucionais.....	24
2.3 Panorama da introdução do IFRS	29
2.3.1 O caso europeu	29
2.3.2 O caso brasileiro	32
2.4 Os efeitos da adoção do IFRS.....	33
2.5 Evidências empíricas da adoção do IFRS: adoção voluntária.....	35
2.6 Evidências empíricas da adoção do IFRS: adoção obrigatória.....	36
2.6.1 Efeitos contábeis.....	36
2.6.2 Efeitos para o mercado de capitais	39
2.6.3 Efeitos macroeconômicos	43
2.6.4 Discussões / limitações	43
3 DESENHO DA PESQUISA	47
3.1 Modelos e tratamento estatístico	47
3.1.1 Determinantes do atendimento às práticas de convergência	47
3.1.2 Heterogeneidade dos efeitos da convergência no mercado de capitais	52
3.1.3 Análise intertemporal dos efeitos da convergência no mercado de capitais	55
3.2 Definição teórica e operacional das variáveis	57
3.2.1 Atendimento às práticas de convergência contábil.....	58
3.2.2 Custo de capital próprio.....	63
3.2.3 Liquidez de mercado.....	69
3.2.4 Incentivos econômicos.....	70
3.2.5 Variáveis de controle	76
3.3 Amostra e coleta de dados	77
4 VALIDAÇÃO DAS PROXIES.....	81
4.1 Validação: custo de capital próprio implícito.....	83
4.2 Validação: liquidez de mercado.....	89
5 RESULTADOS DA PESQUISA.....	93
5.1 Estatísticas Descritivas	93
5.2 Determinantes do atendimento às práticas de convergência	103
5.3 Heterogeneidade dos efeitos da convergência contábil no mercado de capitais ...	108
5.3.1 Análise de diferenças-em-diferenças dos incentivos e convergência.....	109

5.3.2	Análise de regressão dos efeitos da convergência para o mercado de capitais condicionais aos incentivos	114
5.3.3	Análise de regressão dos efeitos da convergência para o mercado de capitais: incentivos econômicos interativos.....	117
5.4	Análise intertemporal dos efeitos da convergência no mercado de capitais	121
5.4.1	Análise intertemporal de IAPC no mercado de capitais: testes de médias.....	122
5.4.2	Análise de regressão do efeito intertemporal de IAPC no CCP	123
5.4.3	Análise de regressão do efeito intertemporal de IAPC na liquidez de mercado	127
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	130
	REFERÊNCIAS	137
	APÊNDICES.....	154

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: *American Depositary Receipt*
ANEFAC: Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade
ARC: Accounting Regulatory Committee
BCB: Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadoria e Futuros do Estado de São Paulo
CE: Comissão Européia
CESR: *Committee of European Securities Regulators*
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CMN: Conselho Monetário Nacional
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CT: Claus e Thomas
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
EEE: Espaço Econômico Europeu
EFRAG: *European Financial Reporting Advisory Group*
EU: União Européia
EUA: Estados Unidos da América
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles*
GLES: Gebhardt, Lee e Swaminathan
IAPC: Índice de Observância às Práticas de Convergência
IAS: *International Accounting Standards*
IASB: *International Accounting Standards Board*
IBRACON: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IFRS: *International Financial Reporting Standards*
IGP-M: Índice Geral de Preços do Mercado
IPO: *Initial Public Offering*
MP: Medida Provisória
NBC T: Norma Brasileira de Contabilidade - Técnica
OJ: Ohlson e Juettner-Nauroth
PCLD: Provisão para Crédito e Liquidação Duvidosa
PEG: *Price/Earnings to Growth*
RTT: Regime Tributário de Transição
S.A.: Sociedade Anônima
US GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Determinantes do atendimento às práticas de convergência.....	49
Quadro 2 - Índice de Atendimento às Práticas de Convergência.....	60
Quadro 3 - Mensuração das variáveis para cálculo do custo de capital.....	68
Quadro 4 - Resultado médio de IAPC por questão - 2008/2009.....	96
Quadro 5 - Diferenças-em-Diferenças de IAPC e Incentivos: TAM, ADR, END e OCR	110
Quadro 6 - Diferenças-em-Diferenças de IAPC e Incentivos: ROA, CV, IDD, AUD	111
Quadro 7 - Diferenças-em-Diferenças em torno da data de Convergência.....	122
Quadro 8 - Racional e critérios utilizados para elaboração de IAPC.....	155

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva do custo de capital implícito	83
Tabela 2 - Análise de correlação do custo de capital e variáveis relacionadas ao risco	85
Tabela 3 - Análise de Validação dos modelos de Custo de Capital Próprio: MQO	87
Tabela 4 - Análise de Validação dos modelos de Custo de Capital Próprio: Painel EF	88
Tabela 5 - Estatística descritiva das <i>proxies</i> de liquidez de mercado	90
Tabela 6 - Análise de correlação das <i>proxies</i> de liquidez de mercado.....	91
Tabela 7 - Estatística descritiva de IAPC.....	94
Tabela 8 - Estatística descritiva de Δ PAG	99
Tabela 9 - Estatística descritiva das variáveis de incentivo	101
Tabela 10 - Estatística descritiva das demais variáveis do estudo	103
Tabela 11 - Análise dos Determinantes de IAPC.....	104
Tabela 12 - Análise dos Determinantes de Δ PAG	107
Tabela 13 - Efeito de IAPC no Custo de Capital Próprio	114
Tabela 14 - Efeito de IAPC na Liquidez de Mercado	116
Tabela 15 - Efeito de IAPC no Custo de Capital Próprio: incentivos interativos.....	118
Tabela 16 - Efeitos de IAPC na Liquidez de Mercado: incentivos interativos	120
Tabela 17 - Efeito intertemporal de IAPC no Custo de Capital Próprio.....	124
Tabela 18 - Efeito intertemporal de IAPC no CCP: incentivos interativos	126
Tabela 19 - Efeito intertemporal de IAPC na Liquidez de Mercado	127
Tabela 20 - Efeito intertemporal de IAPC na Liquidez de Mercado: incentivos interativos .	129

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Histograma de IAPC	94
Ilustração 2 - Histograma de Δ PAG.....	100

1 O PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Introdução e justificativa da pesquisa

Duas recentes tendências têm emergido no debate sobre a regulação das práticas contábeis e do conteúdo dos relatórios financeiros ao redor do mundo. Primeiro, crises financeiras internacionais e escândalos corporativos usualmente fazem insurgir reformas da regulação e maiores requisitos de divulgação no mercado acionário. A Crise Financeira Asiática de 1997, o desastre “Enron” nos EUA, e a recente crise do mercado de crédito internacional são poucos, mas importantes exemplos. Segundo, as bolsas de valores e organismos de normatização contábil de muitos países têm adotado o IFRS (*International Financial Reporting Standards*) com o objetivo declarado de “convergir” para um único padrão contábil internacional. O presente estudo avalia o papel dos incentivos econômicos na relação entre o nível de atendimento das práticas internacionais e (i) a redução do custo de capital e (ii) o aumento da liquidez de mercado das companhias brasileiras.

Não obstante da importância da transparência corporativa como um objeto de regulação recorrente, a adoção do IFRS no nível dos países vêm deflagrando dois pontos de vistas contrastantes, mas não mutuamente excludentes. Uma visão, que favorece a adoção das normas internacionais, defende que o IFRS representa um padrão contábil superior em comparação aos GAAPs domésticos (Barth, 2008). Adicionalmente, argumenta-se que a convergência para um padrão contábil singular melhora a comparabilidade das companhias. Diante destes dois argumentos, justifica-se que o IFRS irá melhorar o ambiente informacional da empresa, o que consequentemente contribuirá para redução de seu custo de capital (Barth, 2008). Em contraste, Ball (2006) observa que um padrão contábil superior não necessariamente se traduz em melhor qualidade de divulgação. O autor argumenta que a qualidade dos relatórios contábeis é fortemente moldada não pelas normas contábeis somente, mas também pela intensidade das forças políticas e econômicas presentes.

Portanto, nesta dissertação, argumenta-se que a qualidade da informação contábil após a convergência às normas internacionais articula-se em três fatores: 1) a qualidade do normativo; 2) o sistema legal e político do país; e 3) os incentivos à divulgação financeira das

empresas. Estudos anteriores que investigam a adoção do IFRS sugerem que diferenças no nível de atendimento às práticas refletem o país de origem da companhia (Tower *et al.*, 1999; Street e Gray, 2001). A estrutura de divulgação financeira de um país possui importante papel na especificação dos requisitos de divulgação e no estabelecimento do processo de monitoração e *enforcement*. A teoria da agência fundamenta a potencial influência dos incentivos econômicos. Jensen e Meckling (1976) propõem que a redução da assimetria de informação entre os administradores e os provedores do capital diminui os custos de monitoração. O objetivo pela redução do custo de agência fornece um incentivo para adotar o IFRS, uma vez que a adoção pode resultar em maior transparência comparada à divulgação pelo GAAP local (Barth *et al.*, 2008). No entanto, a motivação pela busca de benefícios do atendimento ao IFRS deve variar sistematicamente entre as empresas, baseados em suas características individuais.

Apesar da relação entre os incentivos econômicos e a qualidade da informação contábil não ser nova (Watts e Zimmerman, 1986), é constantemente ignorada no debate da adoção das normas internacionais (Burgstahler *et al.*, 2006). Diante disto, o estudo se guia pelo seguinte problema de pesquisa: **a convergência aos padrões contábeis internacionais produz efeitos benéficos ao mercado de capitais independentemente dos incentivos individuais das companhias e características do ambiente institucional dos países?**

Em caso afirmativo, outras questões fundamentais surgem: o efeito da convergência se deve pela introdução do IFRS em si ou pela mudança nos incentivos de divulgação das companhias? Existem mecanismos alternativos para se atingir um nível particular de qualidade de divulgação contábil, ou seja, há uma variedade de estruturas que resultam em consequências econômicas equivalentes? Mais ainda, as consequências econômicas diferem entre a adoção voluntária e obrigatória das normas internacionais? Os órgãos reguladores justificam a convergência internacional baseando-se no aumento da qualidade da informação, na melhora da comparabilidade e, conseqüentemente, na existência de benefícios econômicos para o mercado de capitais. É papel da literatura de contabilidade e finanças oferecer respostas empíricas para estas justificativas, que na essência científica são apenas hipóteses. Esta dissertação oferece subsídios para elucidar potenciais respostas.

Do ponto de vista da literatura internacional, a presente dissertação estende o importante trabalho de Daske *et al.* (2008), ao endereçar a análise das consequências e incentivos econômicos da convergência contábil em um estudo detalhado “*within-country*”, cujo ambiente apresenta distintas características institucionais, o Brasil. Neste contexto, a pesquisa tem como objetivo principal entender o impacto da adoção das práticas de convergência às normas internacionais, em termos das consequências econômicas para as companhias, considerando os incentivos condicionais do ambiente institucional. Para alcançar este objetivo principal, o estudo é dividido em três partes inter-relacionadas:

1. Os determinantes do atendimento das práticas de convergência: investigação dos possíveis fatores que levam algumas empresas a terem o maior compromisso com a adoção das práticas de convergência internacional;
2. A heterogeneidade nas consequências e incentivos econômicos: investigação do possível impacto *cross-section* do atendimento das práticas de convergência no custo de capital próprio e liquidez de mercado das companhias, considerando os incentivos condicionais subjacentes; e
3. A análise intertemporal dos efeitos da convergência contábil no mercado de capitais: investigação intertemporal da influência do atendimento às práticas internacionais sobre o custo de capital próprio e liquidez de mercado das companhias, considerando os incentivos condicionais subjacentes.

O estudo se diferencia do restante da literatura em um aspecto fundamental. Uma série de pesquisas concentra o estudo do impacto da convergência para o mercado de capitais para os países europeus (Daske *et al.*, 2008, 2009; Leuz *et al.*, 2008; Hail *et al.*, 2009). No entanto, para investigar a influência dos incentivos econômicos nesta relação, precisa-se de um cenário com significativa heterogeneidade tanto na qualidade dos números reportados quanto na adoção das práticas internacionais. O Brasil oferece um ambiente com típica característica de economia emergente: (i) contabilidade e governança corporativa em processo de amadurecimento; tradição legal baseada no *code-law*; empresas utilizando-se fortemente de fontes particulares de financiamento, mas com crescentes demandas a mercados de ações públicos; alta concentração do capital; normas contábeis historicamente definidas pelo governo, porém em fase de transição para o modelo internacional; processo de separação entre as contabilidades fiscais e societárias; crescente demanda por aumento da proteção ao

investidor e por *enforcement* legal - juntamente com (ii) significantes oportunidades de crescimento, resultando em forte demanda de capital por muitas companhias (Lopes e Walker, 2008).

Outros fatores apontam para a importância da investigação do papel dos incentivos econômicos nos benefícios da divulgação corporativa em um mercado emergente: (i) maior heterogeneidade empírica importante no isolamento do efeito dos incentivos no nível da firma (Lopes e Walker, 2008); (ii) menor atuação de intermediários informacionais, ressaltando a função dos demonstrativos financeiros como instrumento de comunicação (Bushman *et al.*, 2004); e (iii) provimento de evidências fora do eixo dos países desenvolvidos. Se a adoção das práticas internacionais produz efetivamente ou não consequências econômicas benéficas para as companhias em ambientes com distintas condições institucionais permanece uma questão fundamental para o IASB e para organismos contábeis de países subdesenvolvidos ou emergentes. Portanto, o presente estudo procura oferecer evidências para aquelas economias não desenvolvidas que ainda não se decidiram quanto à convergência completa ou estão prestes a adotar o IFRS como seu GAAP local.

Acredita-se que o Brasil, considerando as características destacadas, se aproxima das condições experimentais que se objetiva estudar. Outros motivos, relacionados especificamente ao processo de adoção do IFRS, apontam o Brasil como um forte candidato para a presente análise. Primeiramente, o Brasil representa uma das poucas economias emergentes que têm adotado o IFRS no nível de sua contabilidade local. Em segundo lugar, o Brasil oferece uma base de dados exclusiva para mensurar a adoção das práticas de convergência. A legislação brasileira isentou o atendimento imediato de certas práticas contábeis, o que cria um aspecto interessante para o estudo devido ao mix entre a adoção voluntária e obrigatória. Esta particularidade, além da limitada habilidade das instituições brasileiras em aplicar efetivo *enforcement*, faz com que a tendência seja a presença de elevada heterogeneidade em relação à adequação das empresas às práticas internacionais adotadas. Por último, evidências empíricas têm apontado que os efeitos da adoção dos padrões internacionais tendem a ser mais expressivos em países que possuem elevada defasagem entre o GAAP local e o IFRS (Daske *et al.*, 2008; Hail *et al.*, 2009), que vem de encontro ao caso brasileiro. Estas características somam-se aos propósitos do estudo.

Poder-se-ia questionar a relevância de um estudo em um único país. No entanto, os incentivos para divulgação podem diferir significativamente entre países por serem influenciados por muitos fatores (difíceis de mensurar) que incluem: o sistema institucional, a força do *enforcement* legal, mecanismos dos mercados de capitais, competição dos produtos no mercado, estrutura de propriedade e características de governança corporativa. De fato, pesquisas empíricas recentes têm demonstrado a importância da influência do sistema de incentivos nas práticas de divulgação das empresas (p. ex., Ball *et al.*, 2000; Fan e Wong, 2002; Leuz *et al.*, 2003; Haw *et al.*, 2004; Burgstahler *et al.*, 2006). Desta forma, Holthausen (2003, p.282) propõe que estudos *within-country* são necessários para controlar para variáveis institucionais de maneira a manter constante características específicas dos regimes de divulgação. O autor ainda reforça que:

Talvez estudos comparativos internacionais não apresentem os testes mais poderosos das hipóteses que a estrutura institucional afeta, além das normas contábeis, as características dos relatórios financeiros, porque existem muitos fatores que são difíceis de controlar adequadamente em estudos entre países.¹

Outro fator que ressalta a importância de um estudo detalhado “*within-country*” é o tratamento do viés econométrico causado por problemas de endogeneidade em estudos “*cross-country*” (Nikolaev e Lent, 2005). Assim, acredita-se que um estudo detalhado “*within-country*” em uma economia emergente pode complementar e adicionar parâmetros à análise das investigações “*cross-country*”.

1.2 Hipóteses do estudo

Apesar de a adoção das recentes práticas de convergência no Brasil ser obrigatória para todas as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, espera-se que as empresas não apresentem idêntico atendimento. Diferenças no atendimento das práticas de convergência podem surgir da habilidade das empresas em suportar os custos envolvidos no processo de adaptação de seus relatórios financeiros (Barth *et al.*, 2010). Essas diferenças tendem a ser ainda mais importantes em economias emergentes, no sentido que muitas empresas podem

¹ *Perhaps international comparisons are not the most powerful tests of the hypothesis that institutional structures beyond accounting standards affect the characteristics of financial reporting, because there are so many things that are difficult to adequately control for in cross-country work.*

não possuir os recursos necessários para a convergência imediata. Adicionalmente, a oferta de profissionais especializados em IFRS é escassa, requerendo elevados gastos com cursos e treinamentos.

Além dos custos, diferenças no atendimento das práticas de convergência podem surgir dos incentivos específicos no nível da firma. Evidências apontam que os incentivos para a divulgação, ao invés dos próprios normativos em si, determinam amplamente a qualidade dos números reportados (p. ex., Ball *et al.*, 2003; Leuz, 2003; Ball e Shivakumar, 2005; Burgstahler *et al.*, 2006). Neste sentido, prevê-se que empresas com fortes incentivos são mais propensas a adotar os novos dispositivos convergentes aos padrões internacionais de maneira que perfaçam mudanças materiais em suas políticas contábeis, em relação àquelas que não possuem os mesmos incentivos. Considera-se que empresas expostas a tais incentivos estão mais propensas a prover relatórios contábeis mais informativos aos investidores externos (Daske *et al.*, 2009). Baseando-se na teoria contábil e econômica das últimas décadas, concentra-se nos seguintes fatores: (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (vi) estrutura de propriedade e controle corporativo; e (viii) empresa de auditoria externa (Francis *et al.*, 2008).

H₁: Os incentivos econômicos no nível da firma explicam o comportamento das companhias frente ao atendimento das práticas de convergência ao IFRS.

Na medida em que o IFRS melhora a quantidade e a qualidade dos fluxos de informações específicas sobre as companhias, deve contribuir para maior transparência e facilitar a estimação dos fluxos de caixa futuros da firma. Maior transparência e facilidade de estimação dos fluxos de caixa, consequentemente, podem ter um impacto positivo na liquidez da ação e negativo no custo de capital da empresa. Easley e O'Hara (2004) observam que a assimetria de informação prejudica investidores menos informados, podendo limitar a demanda e desencorajar a rotatividade (*turnover*) da ação da companhia. O *bid-ask spread* e a falta de liquidez impõem custos de transação aos investidores, que precisam ser compensados no equilíbrio. Logo, a taxa de retorno da ação por período aumenta pela magnitude consistente com o custo de transação (Amihud e Mendelson, 1989). Além disto, a seleção adversa pode distorcer a escolha dos investidores e resultar em ineficientes e, consequentemente, custosas

alocações de capitais, pela qual os investidores precisam ser compensados, conduzindo a custos de capitais mais altos (Garleanu e Pedersen, 2004).

Em contraste, uma melhora no ambiente informacional da empresa reduz a vantagem dos investidores bem informados, resultando em redução do *bid-ask spread*, aumento da demanda pelo ativo e redução do custo de capital (Diamond e Verrecchia, 1991). Adicionalmente, o aumento da demanda da ação pode resultar na redução no impacto no preço - habilidade dos investidores em afetar fortemente a cotação do ativo (Amihud, 2002). Em linha com os argumentos apresentados, justifica-se a avaliação do impacto do atendimento das práticas de convergência no custo de capital e na liquidez de mercado das empresas. Esta análise é realizada sob duas frentes: (1) a heterogeneidade dos efeitos da convergência contábil entre as companhias e (2) a avaliação temporal dos efeitos da convergência contábil entre os períodos de 2006 e 2009. Nos dois casos, concentra-se no papel que os incentivos econômicos possuem na relação. A primeira análise é derivada em três hipóteses:

H_{2A}: O nível de atendimento às práticas de convergência está negativamente associado ao custo de capital.

H_{2B}: O nível de atendimento às práticas de convergência está positivamente associado à liquidez de mercado².

H_{2C}: Os incentivos econômicos no nível das firmas são fatores significantes que influenciam a relação entre o nível de atendimento às práticas de convergência e os impactos econômicos para o mercado de capitais (custo de capital e liquidez de mercado).

A segunda análise avalia o impacto do atendimento das práticas de convergência na mudança do custo de capital próprio e liquidez de mercado entre o período de adoção das práticas de convergência no Brasil³. Esta investigação explora o fato de que o mercado deve analisar a

² Representada pelas *proxies turnover da ação, bid-ask spread e impacto no preço*

³ Adotam-se as alterações inseridas pela Lei 11.638/07 e MP 449/08 (posteriormente transformada na Lei 11.941/09) como marco para esta análise. Neste sentido, avaliam-se somente as práticas de convergência exigidas para implantação no ano de 2008 (CPCs 1 a 14). Em 2009, os órgãos responsáveis por matérias contábeis deram continuidade ao processo de convergência às práticas internacionais, exigindo a adoção

divulgação financeira das companhias e refletir sua interpretação nas variáveis econômicas. A reação dos agentes do mercado pode refletir tanto o efeito da qualidade superior da divulgação das companhias quanto à aplicação de uma penalidade em função da falta de aderência a práticas obrigatórias. Esta análise é derivada em três hipóteses:

H_{3A}: Existe relacionamento significativo entre o nível de atendimento às práticas de convergência e à variação do custo de capital das companhias entre a data de adoção das práticas internacionais.

H_{3B}: Existe relacionamento significativo entre o nível de atendimento às práticas de convergência e à variação da liquidez de mercado¹ das companhias entre a data de adoção das práticas internacionais.

H_{3C}: Os incentivos econômicos no nível das firmas são fatores significantes que influenciam a relação entre o nível de atendimento às práticas de convergência e a variação nos impactos econômicos para o mercado de capitais (custo de capital e liquidez de mercado).

1.3 Aspectos metodológicos

Ao encontro dos propósitos relatados, utiliza-se uma amostra de 148 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Analisam-se individualmente relatórios anuais de 2008 e 2009, a partir do início obrigatório da aplicação das novas legislações societárias que implantam a convergência no Brasil. Constroem-se duas medidas para caracterizar a divulgação da informação frente aos novos dispositivos contábeis, baseado no estudo de Daske *et al.* (2009). As *proxies* são baseadas no Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (*IAPC*) e na alteração da extensão dos demonstrativos financeiros completos das companhias (Δ PAG).

obrigatória de uma série de dispositivos para o ano de 2010 (edição dos CPCs 15 a 43). Assim, avaliam-se os efeitos pré e pós-adoção das práticas internacionais apenas entre os anos de 2006 e 2009.

Para a variável dependente, custo de capital próprio, utiliza-se a taxa interna de retorno implícita, calculada recursivamente, a partir de quatro modelos de *valuation*: Claus e Thomas (2001), Gebhardt *et al.* (2001), Easton (PEG modificado) (2004) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005). Nestes modelos, a estimativa do custo de capital próprio depende primariamente de informações projetadas pelos analistas de mercado. Para a variável liquidez de mercado, utilizam-se três *proxies*: o *Bid-Ask Spread*, o *Impacto no Preço* e o *Turnover da Ação*. Mais sobre as escolhas e validação das variáveis são discutidos nas seções 3.2 e 4.

1.4 Contribuições

A pesquisa contribui diretamente para a recente literatura internacional (Ball, 2006, Barth, 2008, Daske *et al.*, 2008; Leuz *et al.*, 2008; Hail *et al.*, 2009) que estuda os efeitos da adoção do IFRS nas variáveis econômicas das companhias. Primeiro, este estudo adiciona a estas pesquisas pela investigação dos efeitos no custo de capital e na liquidez de mercado para empresas imersas em um mercado emergente. Segundo, o estudo utiliza uma considerável porção de informações coletadas individualmente nos relatórios anuais das empresas, permitindo-se identificar, em abordagem descritiva, algumas características do processo de convergência contábil brasileiro. Por último, a partir do estudo permite-se inferir se o mercado brasileiro consegue diferenciar as empresas quanto às estratégias de adoção das novas práticas societárias.

Em termos nacionais, apesar do significativo desenvolvimento da literatura de governança corporativa, em que as empresas sujeitam-se ou não voluntariamente, poucos estudos no mercado de capitais avaliam empiricamente a influência de questões normativas (obrigatórias) em variáveis econômicas.

Para clarificar as contribuições da pesquisa, destacam-se outros pontos importantes. Primeiro, Armstrong *et al.* (2010) e Daske *et al.* (2008) documentam um baixo efeito da adoção do IFRS no mercado de capitais para empresas localizadas em países que possuem fraco ambiente institucional. O presente estudo examina companhias em um mercado emergente e avalia se as companhias brasileiras se beneficiam da adoção das práticas de convergência. Desta maneira, o estudo investiga se a convergência obrigatória ao IFRS pode também prover

benefícios a companhias localizadas em países de origem *code-law*, com mercado de capitais em desenvolvimento e/ou caracterizados por alta concentração de propriedade e controle.

O estudo também possui implicações regulatórias. Avalia-se se tentativas regulatórias de aplicar as normas internacionais a um conjunto amplo de empresas resultam em efetivos impactos para o mercado de capitais ou se apenas os incentivos individualmente direcionam significativamente a propensão da empresa em adequar-se aos padrões contábeis internacionais, reduzindo a importância do papel normativo. Neste sentido, a presente análise apresenta no mínimo um contraponto à ideia de que a mera adoção das práticas internacionais implica necessariamente em melhora da qualidade informacional das companhias.

1.5 Estrutura do trabalho

O restante do trabalho está organizado na seguinte estrutura: a seção 2 apresenta a fundamentação teórica do trabalho, que inclui a conceituação teórica subjacente e a revisão de literatura. A seção 3 delinea o desenho da pesquisa, descreve a seleção da amostra e apresenta a mensuração e validação das *proxies* utilizadas. A seção 4 apresenta o estudo de validação das *proxies* utilizadas no estudo. A seção 5 apresenta os resultados das relações do estudo e a seção 6 as considerações finais da pesquisa. O Apêndice 01 apresenta o racional e os critérios utilizados para elaboração do índice de atendimento às práticas de convergência (IAPC).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Conceituação subjacente

Esta seção apresenta a conceituação teórica da presente investigação empírica. Como a convergência contábil no Brasil e em outros países do mundo está geralmente associada à melhora na qualidade da divulgação e comparabilidade entre empresas e países, foca-se nestes dois conceitos, nas potenciais consequências econômicas e nos incentivos subjacentes das empresas.

Primeiro, descrevem-se como os relatórios contábeis e a qualidade da divulgação estão relacionadas às consequências econômicas, isto é, à liquidez de mercado e ao custo de capital próprio. Segundo, discute-se como a melhora na comparabilidade entre firmas e entre países pode melhorar a divulgação corporativa e afetar estas consequências econômicas. É importante notar que se utilizam os termos “divulgação” e “transparência” de maneira ampla, refletindo o benefício criado pela informação corporativa para os investidores e outras partes contratuais por meio de vários canais. Mais ainda, os termos “divulgação” e “transparência” referem-se às práticas efetivas das empresas, ao contrário dos padrões contábeis que as governam.

Seguindo-se Zeff (1978) e Holthausen e Leftwich (1983), utiliza-se o termo “consequências econômicas” para denotar o efeito da divulgação financeira em qualquer variável econômica determinante de valor e da riqueza daqueles que tomam decisão baseados na informação contábil ou são afetados por tais decisões. As consequências econômicas podem ser classificadas como intencionais (não intencionais) caso possam (não possam) ser explicitamente reconciliadas com os objetivos definidos nos IASs. Estes objetivos enfatizam reflexos positivos no mercado de capitais, assim como efeitos macroeconômicos resultantes do aumento da comparabilidade das demonstrações financeiras. No entanto, eles não se referem ao impacto da contabilidade para as relações contratuais dentro do contexto da teoria da firma (p. ex., *covenants* de dívidas, distribuição de dividendos, planos de remuneração de executivos, restrições regulatórias). A distinção entre consequências intencionais e não intencionais corresponde à diferença entre o papel informacional e contratual da contabilidade

(Bruggemann *et al.*, 2011). Em função do viés econômico orientado para os impactos no mercado de capitais da presente investigação, a revisão da literatura se concentra no papel informacional da contabilidade. No entanto, ressalta-se a importância da literatura empírica sobre as relações contratuais da firma para ampla descrição do processo de regulação contábil dentro do contexto da adoção obrigatória ao IFRS.

2.1.1 Relação entre divulgação corporativa, liquidez e custo de capital

A relação entre a divulgação corporativa e a liquidez de mercado está conceitualmente bem desenvolvida na literatura contábil (p. ex., Verrecchia, 2001). Na essência deste *link* está o conceito da seleção adversa que é introduzida pela assimetria de informação no mercado de ações. Com a assimetria de informação, investidores pouco informados possuem a desvantagem de negociar com investidores privados ou bem informados. Isto é, o investidor pouco informado receia que a contraparte compre (venda) pelo preço de mercado somente porque possui informação superior e sabe que o preço corrente está muito alto (baixo) (p. ex., Glosten e Milgrom, 1985). Como resultado, o investidor pouco informado reduz (aumenta) o preço que está disposto a comprar (vender) para se proteger contra perdas na negociação com a contraparte bem informada. O ajustamento no preço reflete a probabilidade de negociação com o investidor informado e sua potencial vantagem informacional.

O mecanismo descrito de proteção de preço na compra ou venda de ações introduz um *bid-ask spread* no mercado secundário. Similarmente, a assimetria de informação e a seleção adversa reduzem o número de ações que o investidor pouco informado está disposto a negociar. Desta forma, é direta a conclusão de que ambos os efeitos reduzem a liquidez de mercado, isto é, a habilidade do investidor de rapidamente comprar ou vender ações a um baixo custo e com limitado impacto no preço (Hail e Leuz, 2007).

A divulgação corporativa pode mitigar o problema de seleção adversa e aumentar a liquidez de mercado por meio da aproximação do padrão informacional dos investidores (Verrecchia, 2001). Este efeito possui duas direções. Primeiro maior volume de informação em domínio público dificulta e torna mais custoso para os negociadores reterem informação privada. Como resultado, reduz-se a probabilidade de negociação com a contraparte bem informada. Segundo, mais divulgação reduz a incerteza sobre o valor da firma, que consequentemente

reduz a potencial vantagem informacional que o investidor bem informado pode ter. Ambos os efeitos reduzem a extensão em que investidores pouco informados precisam se proteger, aumentando assim a liquidez de mercado.

E como estes efeitos influenciam o custo de capital? A falta de liquidez e o *bid-ask spread* impõem custos de transação para os investidores, que precisam ser compensados no equilíbrio. Logo, a taxa requerida de retorno da ação aumenta pelo custo de transação do período (p. ex., Constantines, 1986; Amihud e Mendelson, 1989). Adicionalmente, a seleção adversa pode distorcer as decisões dos investidores e resultar em ineficientes alocações de capital. Garleanu e Pedersen (2004) demonstram que, no equilíbrio, investidores também precisam ser compensados pelos custos associados com a alocação ineficiente das ações na economia, que aumentam novamente a taxa requerida de retorno e o custo de capital.

Mais ainda, o preço da ação é reduzido pelo valor presente dos custos de seleção adversa e transação futuros. Isto é, os investidores antecipam que irão enfrentar um desconto no preço induzido pela assimetria de informação quando da venda destas ações em um momento no futuro. Em resposta, investidores reduzem o preço em que estão dispostos a comprar as ações (p. ex., Diamond e Verrecchia, 1991; Barman e Verrecchia, 1996). Assim, a companhia precisa subscrever maior quantidade de ações para arrecadar um valor fixo de capital. Consequentemente, a assimetria de informação se traduz em maior custo de obtenção de capital. A iliquidez de mercado pode também interferir na distribuição de risco na economia e traduzir-se em maior custo de capital (p. ex., Diamond e Verrecchia, 1991; Lambert *et al.*, 2007).

Em adição a estes *links* descritos, é também possível que se estabeleça uma relação direta entre a divulgação e o custo de capital da empresa, sem fazer referência à liquidez de mercado. Merton (1987) desenvolve um modelo em que investidores possuem informação incompleta e não estão completamente a par de todas as empresas da economia. Como resultado, a distribuição de risco é incompleta e ineficiente. A divulgação pelas empresas menos conhecidas pode fazer o investidor se alertar para suas existências e aumentar o portfólio de opções do investidor, o que melhora a distribuição de risco da economia e reduz o custo de capital. Em geral, este efeito é mais plausível para empresas menores e menos conhecidas sem acompanhamento de analistas de mercado. No entanto, este argumento pode

também se aplicar em um contexto internacional. Assim, a migração para um padrão contábil internacionalmente aceito pode aumentar o portfólio de empresas do investidor e resultar em melhora na distribuição de risco do mercado (Barth *et al.*, 1999; BradsHaw *et al.*, 2004).

Em suma, há uma série de teorias que predizem que a divulgação corporativa está positivamente relacionada à liquidez da ação das empresas no mercado de capitais e negativamente relacionada ao custo de capital. Welker (1995), Healy *et al.* (1999) e Leuz e Verrecchia (2000) reportam evidências que *proxies* de liquidez e assimetria de informação estão de fato associadas com a divulgação das empresas. Semelhantemente, Botosan (2007), Botosan e Plumlee (2002) e Hail (2003) demonstram que a extensão dos relatórios anuais está negativamente correlacionada com o custo de capital implícito das empresas.

Baseado na literatura contábil parece plausível esperar que as *proxies* para liquidez de mercado e custo de capital reflitam, entre outros elementos, a qualidade da divulgação das companhias. Assim, podem-se utilizar estas *proxies* para avaliar mudanças obrigatórias na divulgação corporativa, como a imposição do IFRS (Hail e Leuz, 2007). Este corpo de pesquisas acadêmicas anteriores formam a base conceitual deste trabalho.

2.1.2 Teoria da divulgação corporativa regulada

Como notado por Ross (1979) há algum tempo, a existência de benefícios reais da divulgação voluntária não é suficiente para justificar a divulgação obrigatória porque as companhias possuem incentivos para prover informações voluntariamente que excedam os custos envolvidos no seu processo de elaboração. A ideia dos incentivos econômicos para divulgação é mais bem ilustrado com o seguinte argumento (Grossman e Hart, 1980; Grossman, 1981; Milgrom, 1981): sem a divulgação corporativa, investidores são incapazes de distinguir entre boas e más empresas e conseqüentemente ofertam um preço que reflita o valor médio de todas as firmas. Assim, as empresas que possuem valores de mercado acima da média possuem incentivos para divulgar informações privadas sobre seu verdadeiro valor. Uma vez que estas empresas aumentam a divulgação, investidores racionais inferem que o valor médio para as empresas não transparentes é baixo e ajustam o preço que reflitam suas expectativas. Esta reação aciona o restante das empresas não transparentes com o valor acima do novo valor estipulado a divulgarem informação privada que reflita melhor seu valor, e

assim por diante. No equilíbrio, todas as empresas (exceto as piores) divulgam informações privadas sobre seu valor voluntariamente.

No entanto, o argumento anterior se apóia em uma série de hipóteses subjacentes. Por exemplo, a divulgação de informação privada e sua verificação precisam ter um baixo custo e os investidores precisam saber que as empresas possuem tais informações. Sem estas hipóteses, o equilíbrio descrito não deve prevalecer (p. ex., Ross, 1979; Verrecchia, 1983; Dye, 1990; Jung e Kwon, 1988). No entanto, mesmo que estas hipóteses sejam violadas, a ideia geral do argumento ainda prevalece: é esperado que companhias divulguem informações voluntariamente se existir benefícios reais para a divulgação porque elas suportam, em última instância, os custos da divulgação (Leuz e Wysocki, 2008).

Assim, a justificativa econômica para a divulgação obrigatória precisa demonstrar que a solução de mercado é pouco provável que produza um nível socialmente aceitável de divulgação. Mais ainda, a competição e contratos privados podem endereçar falhas de mercado (Coase, 1960). No entanto, a existência de falhas de mercado apenas não é suficiente para justificar a regulação. Deve-se mostrar que a solução regulatória irá de fato atingir melhores resultados ou ser menos custosa que a solução de mercado (p. ex., Stigler, 1971). O processo regulatório está longe de perfeito e enfrenta muitos problemas (p. ex., Peltzman *et al.*, 1971). Mais ainda, é provável que as companhias estejam mais bem informadas sobre o seu *trade-off* entre o “custo-benefício” da divulgação em relação aos reguladores.

A literatura comumente apresenta argumentos que justificam a regulação da divulgação corporativa companhias: a existência de externalidades, economia de custo no âmbito do mercado, exigências estritas que são difíceis de serem produzidas privadamente e custos perdidos com fraudes e conflitos de agência que podem ser mitigados com a transparência. Seguindo-se Leuz e Wysocki (2008), apresenta-se a seguir cada um destes argumentos a favor da regulação da divulgação corporativa, mas nota-se que eles são constantemente relacionados e muitas vezes combinados.

O primeiro argumento diz que a divulgação corporativa cria diversas externalidades, que podem resultar em menor nível de informação ou informação privada. Em teoria, a divulgação regulada pode mitigar este problema obrigando um mínimo de divulgação socialmente

aceitável. No entanto, na prática, é provável que seja difícil para os órgãos reguladores determinarem este nível ótimo, especialmente ao considerar que existem muitos diferentes tipos de externalidades positivas e negativas.

O segundo argumento defende que o regime obrigatório de divulgação serve como um instrumento de comprometimento a baixo custo para as empresas (p. ex., Mahoney, 1995; Rock, 2002). A ideia básica pode ser ilustrada em uma situação de IPO. As empresas possuem fortes incentivos para no momento do IPO fornecerem informações sobre o seu valor para os investidores. Em contraste, a mera promessa que a companhia fornecerá níveis altos de divulgação no futuro é improvável de ser crível. Assim, caso requisitos de divulgação obriguem as empresas a fornecerem informação de alta qualidade, é possível que este compromisso possa mitigar a assimetria de informação e reduzir incertezas ambos no lançamento inicial quanto no mercado secundário. No entanto, este argumento não é suficiente para justificar o regime de divulgação obrigatória porque as empresas podem voluntariamente buscar o comprometimento se existem benefícios. Portanto, é necessário que se argumente que a divulgação obrigatória fornece uma maneira de comprometer-se a um baixo custo (Leuz e Wysocki, 2008).

O terceiro argumento é que a produção privada de um nível suficiente de compromisso com a divulgação pode ser muito caro e em muitos casos até impossível. Assim, o regime de divulgação obrigatório pode ser vantajoso se requerer penalidades legais ou outros remédios institucionais que não estão disponíveis em contratos privados.

Outro argumento a favor da regulação da divulgação corporativa indica que o regime obrigatório torna mais fácil que novos entrantes atendam os critérios de transparência dos investidores, o que aumenta a competição e reduz prejuízos sociais (Ferrel, 2004). Em contraste as empresas participantes do mercado tendem a se opor a tal regime.

A presente discussão ilustra que a divulgação obrigatória pode ter uma série de benefícios sociais desejáveis. No entanto, é importante reconhecer que o regime de divulgação obrigatório possui custos de elaboração, implantação e *enforcement*. Reconhecendo estas questões, Djankov *et al.* (2003) propõem uma teoria da regulação. A premissa dos autores é

que todas as estratégias de implantação de uma política socialmente desejável são imperfeitas e o desenho institucional perfeito envolve um *trade-off* entre alternativas imperfeitas.

2.1.3 Efeitos de práticas contábeis mais comparáveis

Uma importante dimensão da divulgação corporativa é a comparabilidade entre empresas. A divulgação corporativa pode ser mais útil se a comparação entre empresas por investidores e outros *stakeholders* for menos custosa. Por um lado, divulgações mais comparáveis facilitam a diferenciação entre as empresas mais e menos lucrativas ou mais ou menos arriscadas, o que resulta em redução do componente de assimetria de informação entre investidores. Estas melhoras resultantes de maior comparabilidade podem também aumentar a liquidez de mercado e reduzir o custo de capital das empresas. Semelhantemente, divulgações mais comparáveis entre empresas de diferentes países facilitam investimentos entre fronteiras e a integração entre os mercados de capitais. Evidências recentes suportam estas predições (p. ex., Aggarwal *et al.*, 2005; Leuz *et al.*, 2008). O aumento da negociação por estrangeiros pode também aumentar a liquidez de mercado e aumentar o portfólio de escolhas dos investidores, o que consequentemente melhora a alocação de risco e reduz o custo de capital (Stulz, 1981; Cooper e Kaplanis, 1986).

Adicionalmente, maior comparabilidade pode também ter impacto nas decisões corporativas. Relatórios financeiros mais comparáveis permitem que empresas façam melhores escolhas de investimento em função do maior conhecimento das concorrentes. Mais ainda, as empresas que possuem relatórios comparáveis podem negociar com fornecedores e clientes em outros países de maneira mais eficiente. Pode permitir também a transação com governos de outros países (Hail *et al.*, 2009).

A comparabilidade pode também ser vista da perspectiva de inter-relações. A adoção de determinadas práticas por certa companhia gera externalidades para outras. Isto é, outras empresas podem se beneficiar da escolha individual de certa empresa. No entanto, as empresas por si só podem não considerar a externalidade positiva agregada que surge de suas escolhas individuais. Consequentemente, esta externalidade pode resultar em um desinvestimento na economia em empresas mais comparáveis, o que fornece a racionalidade

para criação de um modelo contábil que irá exigir certas divulgações para internalizar as externalidades positivas (Hail *et al.*, 2009).

2.2 Incentivos econômicos e fatores institucionais

Muita atenção é dada na literatura acadêmica e profissional contábil para os padrões contábeis, como eles variam entre países, e pressões políticas e econômicas para reduzir estas variações. Seguindo-se Ball (2009), enxerga-se o foco isolado da influência dos modelos contábeis na divulgação corporativa como desnecessariamente incompleto, uma vez que a prática da divulgação pode ser fortemente sensível aos incentivos subjacentes dos gestores responsáveis pela preparação das demonstrações financeiras.

Consequentemente, a adoção das práticas contábeis internacionais está sujeita ao risco de que a aplicação dos normativos irá variar entre países em resposta aos incentivos no nível do país e das firmas. O estudo da Ernst & Young (2007) conclui que particularidades nacionais na aplicação do IFRS estão emergindo. Jermakowicz e Gomik-Tomaszewski (2006) apresentam um questionário que evidencia que aplicadores do IFRS na União Européia consideram que diferenças de interpretação pode ser obstáculo para a convergência internacional. Armstrong *et al.* (2010) também apresentam evidências de que diferenças entre países são relevantes. Os autores encontram que a reação ao anúncio da adoção do IFRS varia entre países Europeus e conjecturam que a reação é menos positiva em jurisdições cujo *enforcement* seja inferior.

Estudos que consideram a influência dos incentivos das empresas e fatores institucionais dos países incluem, Ali e Hwang (2000), Ball *et al.* (2000), Francis *et al.* (2003), Leuz *et al.* (2003) e Bushman *et al.* (2004). Esta linha de concepção observa que estruturas de governança são fundamentalmente moldadas por tais incentivos/fatores. Por exemplo, regimes legais que forneçam maior proteção ao investidor proporcionam ambiente favorável à divulgação financeira que reflita maior *disclosure* e menor gerenciamento de resultado (Francis *et al.*, 2003; Leuz *et al.*, 2003). Adicionalmente, Ball (2001) defende que a divulgação financeira não é efetiva em endereçar imperfeições de mercado se elementos institucionais, tais como a infra-estrutura legal e os mecanismos de *enforcement*, estiverem ausentes.

Forças de mercado incluem a demanda por informação financeira de alta qualidade (influenciado, por exemplo, pelo montante de ações negociadas, pelo tamanho do mercado de capitais e de dívida, e pela extensão com que as companhias se financiam via mercado aberto ou privado). Forças políticas incluem a extensão do envolvimento do governo na codificação e *enforcement* da legislação contábil, influência do fisco, e incentivos políticos para reduzir a volatilidade do lucro reportado. Apesar de esta noção ser tratada no trabalho seminal de Watts e Zimmerman (1986) há algum tempo, ela ainda é constantemente ignorada, ou não propriamente controlada, na literatura empírica sobre a adoção do IFRS.

Estudos emergentes na literatura investigam a extensão em que diferenças no comportamento de divulgação são endógenas (isto é, determinadas por fatores políticos e econômicos que são locais em sua natureza e diferem entre países e/ou companhias). Pesquisas neste sentido incluem Ball *et al.* (2000), Pope e Walker (1999), Ball *et al.* (2000, 2003), Ali e Hwang (2000), Leuz (2003), Leuz *et al.* (2003), Bushman *et al.* (2004, 2006), Bushman e Piotroski (2006), e Leuz e Oberholzer (2006). A relevância desta literatura para a adoção do IFRS é a implicação de que, na extensão em que a prática da divulgação corporativa é endógena, é questionável se um padrão contábil exogenamente desenvolvido pode alterar materialmente o comportamento de divulgação das companhias. A endogeneidade completa implicaria que mudanças na divulgação financeira iriam ocorrer somente na medida em que mudanças reais fossem refletidas nos fatores políticos e econômicos que a determinam. A endogeneidade parcial implica que a adoção de padrões contábeis uniformes possui algum, mas limitado, sucesso na sobreposição de diferenças nos fatores políticos e econômicos reais que determinam a prática de divulgação.

Uma segunda contribuição desta literatura é documentar substanciais diferenças no comportamento de divulgação entre países e companhias que são endogenamente determinados por fatores político-econômicos e pelos incentivos subjacentes das companhias. Esta evidência implica que a adoção de práticas uniformes internacionais não sobrepõe completamente diferenças nacionais na prática de divulgação corporativa.

Ball *et al.* (2000) investigam diferenças na qualidade da divulgação financeira entre países *common-law* e *code-law*. Os autores evidenciam que a prática de divulgação financeira evidencia o reconhecimento oportuno de perdas nas demonstrações contábeis. O lucro é mais volátil, mais informativo e acompanhado mais intensamente por analistas e investidores. Em países *code-law*, as empresas são menos orientadas para o financiamento via mercado de capitais e há menor ênfase para a divulgação corporativa e a transparência. Estas constatações são fundamentais para a qualidade de adoção do IFRS. Ball *et al.* (2003) estudam a experiência chinesa de adoção do IFRS imposta pelo governo, sem alterações significativas nos fatores políticos e econômicos fundamentais que afetam a divulgação financeira. Os autores reportam que estes fatores parecem sobrepôr a adoção obrigatória do IFRS. Apesar da adoção, as empresas chinesas não passam a refletir ganhos ou perdas econômicas mais oportunamente em relação à publicação no GAAP local.

Um fator institucional que reduz a demanda por informações financeiras públicas é a proeminência do setor bancário como fornecedor de capital, juntamente com a proximidade dos bancos com grupos de empresas. A abundância de empresas familiares também contribui para a importância dos bancos, porque negócios familiares tendem a ter preferência por financiamentos internos. Semelhantemente, em países *code-law*, a importância do setor bancário, juntamente com a menor importância do financiamento via mercado de capitais, reduzem a demanda por maior qualidade da informação financeira (Ball *et al.*, 2003).

Dentre os fatores políticos e econômicos que afetam a divulgação financeira das companhias, pode-se citar também a estrutura de propriedade das companhias (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Denis e McConnell, 2003). Fraca proteção ao minoritário combinado com estrutura de propriedade concentrada aparenta resultar em significantes descontos na avaliação das empresas (p. ex., La Porta *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2002). Pesquisas mostram que a estrutura de propriedade das companhias também influencia os incentivos para a divulgação das companhias e consequentemente a qualidade da divulgação corporativa observada (Fan e Wong, 2002; Haw *et al.*, 2004; Ball e Shivakumar, 2005; Burgstahler *et al.*, 2006).

Outros fatores que podem afetar as propriedades da divulgação financeira e a transparência das companhias são as atividades de *enforcement* de órgãos reguladores e o desenvolvimento da profissão de auditoria (Francis *et al.*, 2003; Hodgdon *et al.*, 2008; Haw *et al.*, 2004).

Para explorar a influência dos fatores institucionais na adoção do IFRS, Hodgdon *et al.* (2008) focam no atendimento aos pronunciamentos. Os autores concluem que o atendimento aos requerimentos de divulgação aumenta a precisão da projeção dos analistas. Utilizando uma amostra constante de analistas/empresas, eles demonstram que o aumento do erro é superior para empresas domiciliadas em países cujas diferenças nacionais entre os GAAPs são maiores, e cujo *enforcement* é mais forte. Estas evidências estão em linha com a proposição de que maior *enforcement* encoraja os administradores a atenderem os pronunciamentos contábeis, o que, em contrapartida, reduz a incerteza do analista quanto às informações da empresa.

Outras pesquisas na literatura contábil concluem sistematicamente que modelos contábeis sozinhos não determinam a qualidade da divulgação financeira (ver, p. ex., Leuz *et al.*, 2003; Leuz e Wysocki, 2008). De fato, a literatura contábil internacional sugere ainda que o efeito do modelo contábil isolado possa ser fraco relativo aos efeitos de forças como os incentivos dos gestores, qualidade dos auditores, regulação, *enforcement*, estrutura de propriedade e outros fatores institucionais. Nesta linha, uma restrição empírica da literatura sobre a adoção das práticas internacionais se refere à dificuldade de separar os efeitos potenciais do IFRS das mudanças que não são relacionadas com a divulgação financeira, tais como mudanças regulatórias que impactam a microestrutura do mercado de capitais.

Para Ball (2006) a noção de que padrões contábeis uniformes produzirão divulgações financeiras muito uniformes parece ingênua, porque ignora os fatores políticos e econômicos que influenciam os incentivos das companhias e que moldam inevitavelmente a prática de divulgação corporativa. Para o autor, não é claro que a uniformidade da qualidade financeira requeira padrões contábeis uniformes, por exemplo. Um segundo argumento do autor é que o mercado e as condições políticas, assim como os incentivos econômicos dos gestores, auditores, cortes legais, reguladores, comitês contábeis, investidores, políticos, analistas, agências de *rating* e imprensa permanecem primariamente locais, e não globais. O efeito mais visível desta característica é a adoção adaptada (“*carve out*”) da IAS 39 pela Europa na

aplicação da contabilidade a valor justo para instrumentos de hedge. Um segundo exemplo se refere ao pronunciamento de recuperabilidade de ativos. A informação de que um ativo não possui seu valor integralmente recuperável tipicamente se refere a uma informação adversa sobre a perspectiva de fluxos de caixa futuros, que muitas vezes é particular aos administradores. A prática de reconhecimento da perda por recuperabilidade é um processo inerentemente subjetivo e não é determinado pelas práticas contábeis somente. Os incentivos dos administradores e auditores, assim como fatores políticos e considerações fiscais influenciam a decisão. Logo, a prática de divulgação financeira é determinada pela interação entre o padrão contábil e os incentivos dos elaboradores das demonstrações.

Mais ainda, o IASB sofre forte influência de países cuja estrutura legal funda-se no direito consuetudinário, que possuem comparativamente forte proteção ao investidor, profissão de auditoria desenvolvida, e outros sistemas de monitoramento. Portanto, a filosofia do IFRS foi desenvolvida para o contexto da visão do *common-law* (Ball, 2006).

Holthausen (2009) aponta a questão se é razoável identificar os determinantes da qualidade da divulgação no nível dos países. Para o autor, não é nada óbvio que estudos *cross-country* sejam capazes de separar os efeitos do *enforcement* de outros fatores institucionais, regulatórios, e incentivos no nível das firmas. Muitas instituições criadas em um país são complementares, desenvolvidas dentro do contexto específico do país. Assim, apesar do *enforcement* ser sem dúvida um elemento importante, é provável que países com forte *enforcement* possuam também instrumentos regulatórios mais estritos em relação aos países com fraco *enforcement*. Assim, para o autor, estudos internacionais que tentam desconectar efeitos institucionais complementares, incentivos e estruturas de controle tendem a não ser muito convincentes. Como bem aponta Ball (2009, p.277),

Não temos a oportunidade de observar um mundo em que tanto a influência do mercado ou o processo político/regulatório operam independentemente, e os eventos são recentes e não muito bem pesquisados, assim, desconectar seus efeitos separadamente (na divulgação financeira) é de alguma maneira conjectural.⁴

⁴ We do not have the opportunity to observe a world in which either market or political/regulatory process operate independently, and the events are recent and not well researched, so untangling their separate effects [on corporate reporting] is somewhat conjectural

Mahoney (2009) sugere que dependendo da maneira como pequenos detalhes contidos na legislação societária são aplicados, amplas diferenças podem surgir na divulgação entre países. Coffee (2007) argumenta que diferenças na intensidade do *enforcement* podem ajudar explicar como amplas diferenças nos resultados econômicos surgem de pequenas diferenças na legislação. Mahoney (2009) conclui que índices legais como os aplicados em La Porta *et al.* (1998) não retratam efetivamente diferenças em instituições legais porque a codificação substantiva de regras falha em capturar como a lei é efetivamente aplicada.

A literatura destacada possui implicações fundamentais para a presente pesquisa. O estudo trata dos pontos levantados de três maneiras. Primeiro, restringe-se a análise para uma única economia, controlando-se naturalmente para diferenças institucionais no nível do país. Segundo, inclui-se a dimensão dos incentivos econômicos na análise da convergência por considerar excessivamente limitado e desprovido de suporte teórico o estudo isolado do impacto de mudanças contábeis em variáveis econômicas. Terceiro, considera-se um ambiente institucional ainda pouco estudado no âmbito das consequências econômicas da convergência contábil internacional, uma economia emergente.

2.3 Panorama da introdução do IFRS

Para substanciar este estudo, apresenta-se a seguir o panorama da introdução do IFRS, demonstrando-se o caso europeu e o brasileiro. No caso do Brasil, destacam-se os pontos que permitem a potencial contribuição da presente pesquisa para a literatura internacional.

2.3.1 O caso europeu⁵

Para implantar a “estratégia de divulgação de informações financeiras” adotada pela Comissão Européia (CE) em junho de 2000, a União Européia (UE) aprovou em 2002 uma Regulamentação Contábil exigindo que todas as companhias abertas da UE listadas em mercados regulamentados (cerca de 8.000 no total) adotassem o IFRS na elaboração de suas demonstrações financeiras consolidadas a partir de 2005. O prospecto de adoção do IFRS representou uma mudança substancial na divulgação financeira para empresas da Europa

⁵ Esta seção se baseia principalmente em Armstrong et al., (2010).

porque muitos requerimentos do IFRS diferem daqueles dos GAAPs domésticos (Armstrong *et al.*, 2010). Adicionalmente, a adoção do IFRS na Europa reflete o objetivo da União Européia de integrar os mercados de capitais, e para tanto, é necessário não somente a integração na Europa, mas também no restante do mundo. Apesar de a resolução requerer que as empresas apliquem o IFRS, emitido pelo IASB, a Comissão Européia precisa endossar os pronunciamentos antes que sejam exigidos para a União Européia. Logo, a Comissão Européia detém o poder de rejeitar qualquer pronunciamento, ou parte dele, se acreditar que não atende aos critérios para que seja proposto. Os três principais critérios são: o pronunciamento não pode ser contrário à visão de princípios da União Européia; o pronunciamento atende ao critério de compreensibilidade, relevância e comparabilidade; e a adoção do pronunciamento na Europa deve ser de interesse público (Armstrong *et al.*, 2010).

O processo de endossamento da Comissão Européia, que exerce importante papel na adoção do IFRS na Europa, segue o seguinte trâmite normativo. O IASB desenvolve os pronunciamentos de acordo com seus princípios e procedimentos. Este processo envolve encontros públicos e extensas contribuições de partes interessadas ao redor do mundo. Entre eles, está EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), uma organização privada composta de especialistas contábeis da União Européia que fornecem conselhos para a Comissão Européia em relação aos assuntos técnicos específicos. Após o IASB emitir um pronunciamento, o EFRAG o revisa, e após consultas públicas o órgão decide quanto à recomendação ou não para que a Comissão Européia endosse sua adoção na União Européia. A Comissão Européia, então, procura recomendações do *Accounting Regulatory Committee* (ARC). O ARC, uma entidade governamental composta de representantes de cada membro da União Européia, revisa a regulamentação e fornece sua recomendação quanto à sua adoção ou não. O ARC considera os méritos técnicos do pronunciamento, conforme expresso na carta de recomendação do EFRAG, assim como a implicação do pronunciamento para o interesse público da Europa. Se o ARC recomendar o endosso, então a Comissão Européia decide quando a adoção ou não do pronunciamento, conforme escrito pelo IASB ou com emendas, ou o rejeita. Se endossado, o pronunciamento se torna uma regulamentação aplicável para as empresas da União Européia. Se o ARC recomendar a rejeição, então a Comissão Européia pode solicitar ao EFRAG que considere o pronunciamento posteriormente, ou envie para o Parlamento Europeu para a decisão.

O debate em torno da adoção do IFRS na Europa inicialmente focou nos méritos do padrão contábil internacional, ou seja, se os benefícios do aumento esperado no fluxo de capitais iriam superar os custos de implantação e a perda de diversidade nos padrões contábeis locais. O debate centralizou-se no IAS 39 e IAS 32, ambos relacionados a Instrumentos Financeiros. O disposto em ambos os pronunciamentos, em especial a IAS 39, possuía o potencial de afetar materialmente os valores nos demonstrativos para empresas com elevados números de instrumentos financeiros, notavelmente bancos (Armstrong *et al.*, 2010). O debate a respeito da IAS 39 resultou na modificação no pronunciamento para sua adoção na Europa. Consequentemente, as modificações introduzidas no IAS 39 enfraqueceram o objetivo da União Européia quanto à adoção de um conjunto único global de pronunciamentos contábeis.

A obrigatoriedade de elaboração de informação contábil em conformidade com o IFRS aplica-se não somente aos 27 países da UE, mas também aos três países do Espaço Econômico Europeu (EEE). A maioria das grandes empresas da Suíça (não membros da EU) também adota o IFRS.

Para fins de apresentação das demonstrações financeiras por empresas fora da União Européia listadas em mercados regulados pelo bloco, em dezembro de 2008, a Comissão Européia designou os princípios contábeis (GAAPs) dos Estados Unidos, Japão, China, Canadá, Coreia do Sul e Índia como equivalentes ao IFRS adotado pela União Européia (a situação da China, Canadá, Coreia do Sul e Índia será revista até 31 de dezembro de 2011). Empresas de outros países são requeridas que utilizem o IFRS adotado pela União Européia ou o IFRS adotado pelo IASB.

Os Estados-Membros da UE podem estender a exigência de adoção do IFRS às empresas não listadas e demonstrações financeiras separadas. Quase todos os Estados-Membros permitem que algumas ou todas as empresas não listadas em bolsa utilizem o IFRS em suas demonstrações financeiras consolidadas, e a maioria permite o uso de demonstrações financeiras separadas (Deloitte, 2010).

2.3.2 O caso brasileiro

Duas são as principais razões de focarmos no Brasil para condução da presente pesquisa. Primeiro, acredita-se que o Brasil possui as típicas características de uma economia emergente, que combina um ambiente institucional contábil ainda em desenvolvimento com um mercado com significantes oportunidades de crescimento (Chong e Lopez-de-Silanes, 2007). Em estudo que considera o período anterior à fase de convergência, Lopes e Walker (2008) associam o mercado brasileiro a características como: contabilidade e governança corporativa em processo de amadurecimento; tradição legal baseada no *code-law*; empresas utilizando-se fortemente de fontes particulares de financiamento, mas com crescentes demandas a mercados de ações públicos; alta concentração do capital; normas contábeis historicamente definidas pelo governo, porém em fase de transição para o modelo internacional; processo de separação entre as contabilidades fiscais e societárias; crescente demanda por aumento da proteção ao investidor e por *enforcement* legal e com significantes oportunidades de crescimento, resultando em forte demanda de capital por muitas companhias. O Brasil é um típico país *code-law*, em desenvolvimento, em que os demonstrativos contábeis, antes do marco da convergência contábil, estavam mais voltados para o atendimento de necessidades fiscais e regulatórias e pouco preparados para informar o investidor externo. Com respeito à existência de significantes oportunidades de crescimento, o país tem passado por um momento único na história - fortalecendo a estabilidade macroeconômica, apresentando baixos níveis históricos de inflação, melhor controle dos gastos públicos, taxas de câmbio flutuantes estáveis e ampla abertura da economia para o capital externo.

Segundo, o processo de convergência às normas internacionais no Brasil envolve não somente a adoção do IFRS para relatórios contábeis consolidados, mas abrange conjuntamente mudanças regulatórias significativas para adotar a norma internacional no nível da contabilidade local. Dentre os recentes acontecimentos que marcam o processo de convergência para o IFRS no Brasil, destacam-se:

- A criação de uma regulamentação de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que requer que companhias listadas no Nível II e no Novo Mercado apresentem suas demonstrações financeiras reconciliadas com o IFRS ou com o US GAAP, princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos;

- A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da instrução nº 457/07, determina que as companhias abertas devam, a partir do exercício findo em 2010, apresentar suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional
- O Banco Central do Brasil (BCB) emitiu o Comunicado 14.259/06, exigindo que as demonstrações de instituições financeiras sejam preparadas com base no IFRS a partir de 2010.
- Outros fatos incluem: a criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) - instituído pela Resolução CFC 1.055/05, a edição da Lei Federal 11.638/07, a Carta ao Mercado de 14 de Janeiro de 2008 divulgada pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), a edição da Medida Provisória 449/08 posteriormente transformada em Lei Federal 11.941/09 e a adoção das IAS ligeiramente adaptadas pelo CPC e aprovado pela CVM.
- Outro passo importante com relação ao processo de adoção do IFRS no Brasil refere-se à assinatura do Memorando de Entendimento entre o IASB, o CFC e o CPC (janeiro de 2010) onde se assegura que o CPC continuará a emitir as normas brasileiras de contabilidade com base nas normas emitidas pelo IASB.

2.4 Os efeitos da adoção do IFRS

Nesta seção, volta-se a atenção para a literatura específica relacionada aos impactos da adoção do IFRS. Na seção 2.1.1, discutiu-se como a maior qualidade da divulgação e modelos contábeis mais comparáveis podem possuir impactos positivos no mercado de capitais para as companhias e para a economia como um todo. Logo, faz sentido que órgãos responsáveis pela regulação contábil questionem se a adoção das normas internacionais de fato implica em mudanças no ambiente de divulgação e benefícios reais para as empresas em termos de consequências econômicas.

A regulação contábil internacional se apóia em duas premissas. Primeiro, exigir o IFRS é suficiente para aumentar a transparência e a comparabilidade das práticas ao redor do mundo. Segundo, o aumento da divulgação das práticas resulta em consequências econômicas positivas, isto é, favorece a utilização das demonstrações financeiras pelos usuários que em

última instância resulta, na média, em maior valor de mercado para as empresas (Bruggemann *et al.*, 2011). É questionável se estas hipóteses são justificadas.

Baseando-se na observação de que os regimes contábeis geralmente fornecem considerável discricionariedade às empresas, pesquisas recentes concluem que as práticas de divulgação dependem extensivamente dos incentivos das empresas, e que os normativos contábeis agem como meros condicionantes (p. ex. Ball *et al.*, 2000; Burgsthaler *et al.*, 2006). Os incentivos das companhias são moldados por fatores institucionais tais como sistema legal, regime de *enforcement*, forças de mercado, assim como incentivos no nível da firma, política de distribuição, estrutura de propriedade e mecanismos de governança. Assim, é provável que o impacto da convergência às práticas internacionais seja limitado, caso o ambiente institucional e os incentivos individuais permaneçam inalterados (p. ex. Ball, 2006; Soderstrom e Sun, 2007; Hail *et al.*, 2009). Estas perspectivas contrastam com os discursos dos órgãos reguladores, que parecem ter a expectativa de que impacto da adoção do IFRS nas práticas de divulgação seja homogêneo independentemente de diferenças entre empresas e jurisdições (Bruggemann *et al.*, 2011).

Mesmo se as práticas de divulgação melhorarem e se tornarem mais comparáveis após a convergência às normas internacionais, não é claro se, e que tipo de consequência econômica isto terá. A literatura empírica recente demonstra que o impacto do aumento da qualidade da informação contábil no custo de capital é inconclusivo (p. ex. Leuz e Wysocki, 2008). Esta discussão mostra que os objetivos dos reguladores se apóiam em hipóteses que não necessariamente apresentam suporte científico pela literatura contábil. É possível que isto se deva, entre outros motivos, ao inadequado tratamento dos incentivos econômicos nas pesquisas sobre a convergência às normas internacionais.

A presente pesquisa se destaca do restante da literatura ao incorporar esses fatores na análise da convergência ao IFRS em uma economia propensa a este estudo, um mercado emergente. Mais ainda, o ponto deste estudo é evidenciar potenciais consequências econômicas da convergência internacional apesar das diferentes características institucionais das empresas brasileiras em relação ao mercado Europeu, porém condicionais aos incentivos econômicos presentes. Em seguida, apresenta-se discussão sobre as evidências empíricas da adoção voluntária e obrigatória do IFRS ao redor do mundo.

2.5 Evidências empíricas da adoção do IFRS: adoção voluntária

Estudos empíricos recentes sobre a adoção voluntária do IFRS podem ser classificados em três categorias abrangentes: (1) estudos que analisam as consequências econômicas da adoção do IFRS, essencialmente em termos da liquidez de mercado e custo de capital, (2) estudos que examinam a qualidade dos relatórios financeiros em IFRS em relação a outro GAAP, assim como o atendimento efetivo dos padrões internacionais, e (3) estudos que examinam outros aspectos da adoção como o impacto na previsão dos analistas a presença de investidores institucionais (Daske *et al.*, 2009).

Leuz e Verrecchia (2000) examinam companhias alemãs que adotaram o IFRS ou US GAAP e encontram que estas empresas apresentam menor *bid-ask spread* e maior *turnover* em relação às que adotam apenas o GAAP local. Estudos que focam no efeito da adoção do IFRS no custo de capital apresentam evidências mistas. A partir de estimativas implícitas do custo de capital, Cuijpers e Buijink (2005) não apontam diferenças significativas entre o GAAP local e o IFRS para companhias na União Européia. Daske (2006), a partir de evidências de companhias alemãs, rejeita a hipótese que empresas que reportaram de acordo com as IAS (*International Accounting Standards*) apresentam decréscimo no custo de capital e até evidenciam um acréscimo em relação àquelas que publicaram apenas no GAAP local. Um ano mais tarde, o mesmo autor encontra que companhias que possuem um “sério” compromisso com a adoção das normas internacionais apresentam menor custo de capital em relação àquelas que as adotam simplesmente pelo “selo”. Por último, Barth *et al.* (2008), utilizando os retornos esperados do modelo de três fatores de Fama-French, documentam um decréscimo no custo de capital na data próxima à primeira publicação em IFRS.

Outros estudos como Bartov *et al.* (2005) e Hung e Subramanyam (2007) analisam a relevância dos números contábeis e a qualidade dos lucros reportados em IFRS em relação ao GAAP local e/ou US GAAP e encontram respostas inconclusivas relativas a ambos os benchmarks. Ainda há estudos seminais que relacionam a adoção do IFRS ao nível de gerenciamento de resultado (Goncharov e Zimmermann, 2006; Gassen e Sellhorn, 2006), que examinam o atendimento efetivo dos padrões internacionais (Glaum e Street, 2003), que

avalia se as estimativas dos analistas melhoram pós-adoção (Ashbaugh e Pincus, 2001) e verifica se há maior presença de fundos mútuos em companhias que reportam em IFRS (Covrig *et al.*, 2007).

2.6 Evidências empíricas da adoção do IFRS: adoção obrigatória⁶

Esta seção revisa as evidências empíricas sobre a adoção mandatória do IFRS. Estrutura-se esta seção distinguindo-se entre os seguintes aspectos: efeitos contábeis, efeitos para o mercado de capitais e efeitos macroeconômicos. Pesquisas sobre os efeitos da adoção do IFRS analisam o impacto imediato da mudança dos normativos nas práticas de divulgação das empresas. A literatura empírica sobre os efeitos para o mercado de capitais e macroeconômicos analisa a resposta dos usuários da informação aos novos normativos adotados. Os efeitos para o mercado de capitais são mensurados por variáveis relacionadas às ações cotadas das empresas. Os efeitos macroeconômicos, em contraste, são mensurados por estatísticas que podem incluir ou não variáveis do mercado de capitais.

2.6.1 Efeitos contábeis

Classifica-se a literatura empírica dos efeitos contábeis da adoção mandatória do IFRS em três categorias: estudos de aderência e escolhas contábeis, estudos que analisam as propriedades dos números e estudos de relevância da informação.⁷

Estudos de aderência e escolhas contábeis

Cascino e Gassen (2010) fornecem um dos poucos estudos que investigam o atendimento das práticas de divulgação após a introdução mandatória do IFRS. Utilizando-se uma amostra de 153 empresas alemãs e 153 empresas italianas eles encontram que, mesmo sob um mesmo corpo normativo contábil, os incentivos no nível da firma e dos países permanecem determinantes importantes das práticas de divulgação. Em pesquisa similar, Gaeremynck, *et*

⁶ Esta seção baseia-se principalmente em Bruggemann *et al.* (2010).

⁷ Categorizam-se os estudos de relevância da informação juntamente com a literatura de efeitos contábeis, mas reconhece-se que mudanças na relevância em torno da adoção obrigatória do IFRS pode também refletir efeitos para o mercado de capitais, p. ex., na forma de mudanças no valor de mercado das empresas.

al. (2009) examinam as propriedades da adoção mandatária do IFRS utilizando três diferentes medidas: antecipação do IAS 39, transparência das notas explicativas e rigor da adoção inicial do IFRS na Demonstração do Resultado. Baseando-se em uma amostra de 152 empresas européias, os autores documentam que empresas que possuem maior governança adotam o IFRS de maneira mais transparente e menos oportunística. Kvall e Nobes (2010) analisam os efeitos de certas escolhas contábeis sob o IFRS de 232 companhias Européias e Australianas. Os autores encontram forte evidência que métodos antigos continuam a ser utilizados quando permitido pelo IFRS. Similarmente, Heras *et al.* (2010) fornecem evidências que escolhas contábeis em IFRS diferem consideravelmente entre países da Europa e que os fatores institucionais tais como a legislação tributária, o sistema financeiro e o ambiente de *enforcement* são importantes determinantes destas diferenças. Os resultados apresentado nesta subseção estão em linha com os questionários não-científicos aplicados pelas consultorias (KPMG, 2006; Ernst & Young, 2007).

Estudos que analisam as propriedades dos números contábeis

Enquanto os estudos de aderência ao IFRS tipicamente se apoiam em informações coletadas manualmente e consequentemente estão restritos a pequenas amostras, os estudos sobre a propriedade dos números contábeis permitem análise de grande quantidade de empresas uma vez que podem ser obtidas de extensas bases de dados.⁸ Adotando a última abordagem, Garcia *et al.* (2009) examinaram o gerenciamento de resultados em 30 países antes e depois da adoção mandatária do IFRS. Os resultados indicam que os incentivos para a divulgação, tais como o regime de *enforcement* e regras de proteção ao investidor sobrepõem o efeito dos pronunciamentos contábeis na explicação das propriedades dos números contábeis (p. ex., Jeanjean e Stolowy, 2008; Ahmed *et al.*, 2009; Cascino e Gassen, 2010; Chen *et al.*, 2010). Christensen *et al.* (2008) analisam o impacto dos incentivos versus os pronunciamentos em relação às propriedades contábeis comparando a adoção voluntária e obrigatória do IFRS. Ao contrário dos estudos citados, eles se concentram em companhias alemãs, mantendo-se o ambiente institucional constante. Os autores observam melhora nas propriedades dos números

⁸ Nem todos os estudos sobre a propriedade dos números contábeis são capazes de obter informações apropriadas de bases de dados comerciais. Por exemplo, Gebhardt e Novotny-Farkas (2010) utilizam informações manualmente coletadas para 90 bancos da União Européia e analisam como o IFRS impacta as métricas de qualidade contábil das provisões para crédito e liquidação duvidosa. Eles encontram resultados mistos, uma vez que ambas as métricas “suavização do lucro” e “reconhecimento tempestivo de perdas” aparentam decrescer após a adoção obrigatória do IFRS.

contábeis para as empresas que adotam o IFRS voluntariamente, mas não encontram resultado semelhante para as que o adotam obrigatoriamente. Uma vez que as empresas que adotam voluntariamente escolhem alterar o GAAP, e neste sentido são mais propensas a possuírem os incentivos para divulgação que justificam a aplicação mais criteriosa do IFRS, estes resultados novamente sugerem que os incentivos são importantes determinantes das propriedades contábeis em relação aos pronunciamentos em si.⁹

Lang *et al.* (2010) analisam o impacto da adoção obrigatória em duas medidas de comparabilidade contábeis. Eles encontram que enquanto a correlação do lucro das empresas entre países aumenta após a adoção obrigatória do IFRS, a correlação do lucro com os retornos diminui. O aumento do co-movimento dos lucros está negativamente associado com efeitos nas propriedades dos analistas e *bid-ask spreads*. Considerando-os conjuntamente, estes resultados apontam dúvidas se a adoção obrigatória do IFRS aumenta a comparabilidade das demonstrações financeiras entre países.

Estudos de relevância da informação

Morais e Curto (2009) fornecem evidências que a relevância do valor patrimonial das ações e do resultado líquido aumentou entre as companhias da União Européia que adotaram o IFRS de maneira obrigatória. No entanto, os autores documentam que mesmo após a introdução do IFRS, a relevância das informações contábeis diferem substancialmente entre países. Evidências similares são reportadas para empresas francesas e alemãs por Liao *et al.* (2009), enquanto Clarkson *et al.* (2010) conseguem evidenciar aumento na relevância da informação induzidas pela introdução do IFRS em países *code-law*. Aharony *et al.* (2010) encontram que

⁹ A análise de Christense *et al.* (2008) ilustram dois desafios metodológicos enfrentados pelos estudos sobre adoção voluntária e obrigatória do IFRS. Enquanto os estudos sobre a adoção voluntária não é o foco desta revisão, nota-se que esta literatura geralmente tem maior facilidade em isolar os efeitos de mudanças em padrões contábeis (em relação à mudanças nos incentivos) porque cenários de adoção voluntária geralmente permitem a construção de uma amostra de controle em modelos econométricos de diferenças-em-diferenças. Em contrapartida, não há uma amostra de controle óbvia para estudos de adoção obrigatória porque todas as empresas na jurisdição sob o estudo alteram os modelos contábeis ao mesmo tempo. Possibilidades alternativas de se utilizar modelos de diferenças-em-diferenças incluem a seleção de empresas que foram obrigadas a mudar de GAAP, mas já haviam voluntariamente adotado anteriormente, ou a comparação com empresas de outras jurisdições. Independente do cenário do ambiente de estudo, o viés de seleção é um desafio potencial na maioria dos estudos sobre a adoção obrigatória do IFRS. Neste estudo, objetiva-se capturar efeito distinto, relacionado ao grau do compromisso das empresas com o atendimento às práticas obrigatórias de convergência. Para tanto, utiliza-se “baixo” e “alto” atendimento às práticas de convergência para construção dos modelos de diferenças-em-diferenças (ver seções 3.1.2 e 3.1.3 para detalhes metodológicos). Acredita-se assim, mitigar o problema do viés apontado.

a relevância da informação de três itens contábeis (*goodwill*, despesas em pesquisa e desenvolvimento e reavaliação de ativos) aumentam após a adoção obrigatória do IFRS na União Européia. Este efeito está positivamente associado com as diferenças dos números do GAAP local em relação ao respectivos em IFRS. Morricone *et al.* (2009) examinam uma amostra de 267 empresas italianas e encontram que a adoção obrigatória do IFRS geralmente não aumenta a associação do reconhecimento de ativos intangíveis e o valor de mercado das ações.

Wu e Zhang (2009b), em contrapartida, focam na relevância das informações contábeis de crédito. Eles encontram que a adoção voluntária do IFRS ou US GAAP está associada com significativo aumento na sensibilidade das classificações de crédito. A adoção obrigatória resulta no mesmo efeito, mas somente em países com regras legais fortes.¹⁰ Semelhantemente, Bhat *et al.* (2010) analisam o impacto da adoção obrigatória na habilidade do lucro em fornecer informações sobre risco de crédito. Utilizando o spread de derivativos de crédito (*credit default swaps*) eles fornecem evidências que o lucro em IFRS é mais informativo que o lucro sob os GAAPs locais no respeito a risco de crédito. No entanto, este efeito é restrito para empresas de países *code-law* que estão expostas ao mercado internacional (possuem elevadas vendas para o exterior) e aparentemente são mais transparentes (possuem projeções de analistas mais precisas e menos dispersas).

2.6.2 Efeitos para o mercado de capitais

A literatura empírica sobre os efeitos para o mercado de capitais pode ser classificada em duas categorias amplas: estudos que fornecem evidências indiretas a partir da análise de percepções do mercado de capitais sobre a qualidade contábil, e estudos que analisam diretamente as consequências econômicas para o mercado de capitais.

Estudos sobre evidências indiretas

¹⁰ Wu e Zhang (2009a) são cuidadosos em apontar que seus resultados permitem duas interpretações alternativas. Primeiro, os demonstrativos contábeis em IFRS/USGAAP fornecem informação útil que anteriormente estava indisponível para as agências de *rating* no GAAP local. Segundo, os números em IFRS/USGAAP refletem a informação que já estava disponível para as agências de *rating* por meio de outros canais. Para uma discussão sobre a interpretação de estudos de relevância da informação, ver Holthausen e Watts (2001) e Barth *et al.* (2001).

A primeira categoria envolve medidas tais como o conteúdo informacional dos anúncios de resultado, a sincronia do retorno da ação, as propriedades das projeções dos analistas ou *ratings* de crédito. Estas medidas não mensuram diretamente as consequências econômicas no sentido de mudanças de valor, mas servem como *proxies* para a qualidade das informações das demonstrações financeiras percebida pelos participantes do mercado. Assume-se então que estas percepções influenciam os valores das empresas.

Wang *et al.* (2008), assim como Landsman *et al.* (2010), investigam o conteúdo informacional dos anúncios de resultado, mensurado pela volatilidade dos lucros anormais ao redor da introdução do IFRS. Ambos os estudos encontram tímidas evidências do aumento do conteúdo informacional dos anúncios de resultado posteriormente à introdução do IFRS, com as empresas em países de origem *code-law* apresentando os maiores efeitos. Kim e Li (2010) focam nas externalidades da divulgação financeira analisando como os investidores reagem aos anúncios de resultado de outras empresas da mesma indústria. Estes resultados sugerem que tais transferências de informações intra-indústria aumentam após a adoção obrigatória do IFRS. Este efeito é mais forte quando as empresas que anunciam são de países com baixa qualidade do lucro anteriormente à adoção ou amplas diferenças entre o GAAP local e o IFRS. Beuselinck *et al.* (2010) examinam o impacto da adoção obrigatória do IFRS na informatividade do preço da ação utilizando a sincronia do retorno da ação. Consistentemente com as divulgações em IFRS revelando novas informações específicas no período de adoção e consequentemente diminuindo a surpresa de divulgações futuras, os autores encontram a sincronia do retorno da ação em formato “V”. Este resultado é principalmente direcionado para empresas domiciliadas em países com elevadas diferenças entre o GAAP local e o IFRS.

Horton *et al.* (2009) investigam as respostas de analistas de mercado à adoção obrigatória do IFRS ao invés do preço da ação diretamente. Utilizando a precisão das estimativas e a discordância entre analistas como *proxies* para transparência, eles documentam uma melhoria geral no ambiente das empresas que adotam o IFRS. Os resultados são mais evidentes para empresas com maiores diferenças entre o lucro no GAAP local e o respectivo em IFRS.¹¹ Similarmente, Brown *et al.* (2009) encontram significativa redução nos erros de projeções e discordância entre analistas após a adoção do IFRS na União Européia. *Proxies* para a força

¹¹ Adicionalmente ao conteúdo informacional dos anúncios de resultado, Wang *et al.* (2008) também analisam as propriedades das projeções dos analistas. Os resultados são em geral consistentes com os mesmo apresentados por Horton *et al.* (2009).

do sistema de *enforcement* são apenas fracamente associadas com as propriedades das projeções dos analistas, levando os autores a concluir que as diferenças institucionais podem ser menos importantes do que geralmente acreditado. Tan *et al.* (2009) utilizam uma base de dados única que permite a identificação da localização geográfica dos analistas de mercado. Eles encontram evidências que a adoção obrigatória do IFRS por um país atrai o analista de outros lugares e melhoram a precisão das projeções feitas por analistas estrangeiros. Os resultados são particularmente significantes para analistas que estão localizados em países que estão simultaneamente adotando o IFRS. Panaretou *et al.* (2009) utilizam uma amostra de 665 empresas não-financeiras da Inglaterra e encontram que um impacto positivo na introdução do IFRS é significativamente mais forte para empresas que utilizam derivativos em suas políticas financeiras. As evidências sugerem que, pelo menos nesta amostra em específico, a melhora observada nas projeções dos analistas de mercado é principalmente devida aos novos critérios de contabilização do hedge no IFRS.

Shahzad (2010) examinam como agências de *rating* reagem à adoção obrigatória do IFRS. Utilizando uma amostra de 788 emissões de dívidas por empresas financeiras Européias, o autor fornece evidência que após o IFRS, as empresas recebem maiores *rating* de crédito e agências de *ratings* são menos propensas a discordarem em suas classificações de risco da emissão. Estes resultados são consistentes com a visão de que a introdução do IFRS resulta em demonstrações contábeis que são mais informativas aos participantes do mercado de dívidas. Em contrapartida, Pagratis e Stringa (2009) encontram impacto negativo da adoção do IFRS nos *ratings* de crédito para uma amostra global de 293 bancos no período entre 1999-2006. Eles atribuem estes resultados a maior volatilidade nos números contábeis em IFRS, mas também reconhecem a explicação alternativa de que o período da amostra termina antes que os potenciais benefícios da adoção do IFRS se materializem para os *rating* de créditos.

Evidências diretas nas consequências econômicas para o mercado de capitais

A segunda categoria da literatura sobre os efeitos para o mercado de capitais da adoção obrigatória do IFRS fornecem evidências diretas das consequências econômicas utilizando medidas que são fortemente associadas aos valores das empresas. Estas medidas incluem o custo de capital próprio implícito, bid-ask spread, liquidez de mercado, controle estrangeiro e custo da dívida.

Li (2010) encontram que países da União Européia com fortes sistemas de *enforcement*, o custo de capital diminui após a introdução obrigatória do IFRS. Em contrapartida, Daske *et al.* (2008) fornecem apenas fracas evidências sobre o efeito no custo de capital utilizando grande amostra que incluem empresas de 26 países que adotaram o IFRS ao redor do mundo. Por outro lado, os autores documentam um aumento significativo na liquidez de mercado após o IFRS em países onde as empresas possuem incentivos para serem transparentes e onde o regime de *enforcement* é forte. Na extensão em que a liquidez da ação é refletida no retorno da ação (p. ex., Amihud e Mendelson, 1989), este resultado é consistente com o efeito do IFRS no valor das empresas.¹² De maneira mais específica, Muller *et al.* (2010) fornecem evidências que a adoção obrigatória do IFRS reduz, mas não elimina, diferenças na assimetria de informação entre empresas da Europa. Gkougkousi e Mertens (2010) focam em bancos Europeus e companhias de seguros e encontram que o custo de capital próprio diminui e a liquidez de mercado aumenta após a adoção obrigatória do IFRS.

Pesquisas que concentram em mercados emergentes fornecem evidências inconclusivas. Lagoarde-Segot (2009) analisam a microestrutura de mercado de 28 países emergentes, mas falham ao documentar o impacto da adoção do IFRS na liquidez de mercado. Em contrapartida, Bova e Pereira (2010) confinam a amostra para companhias Kenianas e encontram que maior aderência ao IFRS está associada com benefícios para o mercado de capitais na forma de maior investimento estrangeiro e aumento no turnover da ação.

Defond *et al.* (2009) examinam mudanças nas participações societárias de investidores institucionais estrangeiros. O resultado sugere que há um aumento na demanda estrangeira da ação de empresas que adotam obrigatoriamente o IFRS se as *proxies* para os benefícios da comparabilidade e a credibilidade da implantação IFRS forem suficientemente elevadas.

Evidências semelhantes são apresentadas por Yu (2009) e Florou e Pope (2009). Bruggemann *et al.* (2009) documentam que os investidores individuais alemães aumentaram o investimento no exterior, em países que adotaram o IFRS de maneira mandatária. Em conjunto, estas evidências são consistentes com a noção de que a introdução obrigatória do

¹² Em um estudo concorrente, Hail e Leuz (2007) focam a análise nos efeitos para os países europeus. Os resultados são similares àqueles apresentados por Daske *et al.* (2008).

IFRS aumenta o investimento entre países no mercado de ações por ambos investidores individuais e institucionais. *Ceteris paribus*, este aumento no investimento entre países aumenta o valor das empresas que adotam o IFRS.

Florou e Kosi (2009) focam no mercado de dívidas ao contrário do mercado de ações. Eles preveem que empresas que adotam obrigatoriamente o IFRS são mais propensas a emitir dívidas e obterem um decréscimo no spread das taxas do título, porque o IFRS aumenta a qualidade e a comparabilidade de suas demonstrações financeiras. Os resultados dos autores são consistentes com estas previsões, mas somente em países mecanismos de *enforcement* mais desenvolvidos, maior controle da corrupção e menor risco financeiro. Estas evidências sugerem que a adoção obrigatória do IFRS tem o potencial de impactar o valor das empresas e seus custos de financiamento.

2.6.3 Efeitos macroeconômicos

Até então, evidências sobre os efeitos macroeconomicos da adoção do IFRS é relativamente escassa. Beneish *et al.* (2010) analisam, separadamente para o mercado de ações e dívida, o percentual da capitalização de mercado do país que reflete investimentos estrangeiros. Eles demonstram que a introdução do IFRS não possui efeito discernente no investimento no mercado de ações, mas encontram evidências de um aumento significativo no investimento estrangeiro no mercado de dívidas. Amiram (2009) utiliza informações sobre o portfolio de ações de investidores estrangeiros. Os autores encontram que os investidores estrangeiros possuem participações significativamente maiores em países que adotaram o IFRS, e se o ambiente institucional do país investido garante baixa corrupção e forte proteção ao investidor. Finalmente, Marquez-Ramos (2008) encontra evidência que a introdução obrigatória do IFRS reforça o fluxo de transações internacionais e o investimento estrangeiro direto. Estes efeitos são particularmente notáveis em países em transição.

2.6.4 Discussões / limitações

Após extensa revisão da literatura, nesta seção, discutem-se os resultados de um ponto de vista abrangente. Primeiro, os efeitos contábeis da adoção obrigatória parecem ser limitados, uma vez que as práticas de divulgação são influenciadas pelos incentivos no nível da empresa

e/ou país. Segundo, há razoável evidência que a introdução obrigatória do IFRS coincide com benefícios macroeconômicos e para o mercado de capitais. Há duas potenciais explicações mutuamente não excludentes para esta contradição nos resultados da literatura.

A primeira explicação é que a literatura sobre os efeitos contábeis do IFRS utiliza medidas que não são relevantes para os usuários das demonstrações financeiras. A revisão da literatura mostra que a maior parte dos estudos sobre os efeitos contábeis se apóiam em números agregados que podem ser obtidos de bases de dados comerciais. Está além do escopo desta pesquisa discutir se as propriedades das medidas contábeis baseadas em tais números agregados capturam precisamente o que o usuário das demonstrações financeiras está interessado. No entanto, o usuário das demonstrações contábeis está certamente interessado também em informações além dos números agregados. Evidências empíricas sobre como tais mudanças no conteúdo das informações ocorrem após a adoção do IFRS são escassas e ambíguas.

A segunda explicação para o desalinhamento nos resultados das pesquisas é que estudos sobre os efeitos para o mercado de capitais e macroeconômicos capturam algo que não está necessariamente relacionado com a adoção obrigatória do IFRS. Esta explicação chama a atenção para o problema de identificação, isto é, o desafio para separar o potencial impacto da adoção obrigatória do IFRS de outras mudanças concorrentes que podem influenciar os resultados do estudo. Estas mudanças concorrentes podem tanto afetar as demonstrações contábeis (p. ex., a introdução de mecanismos de *enforcement* mais rígidos) ou estão fora do escopo da divulgação financeira (p. ex., mudanças regulatórias ou institucionais que impactam a microestrutura do mercado de capitais). Somente mudanças concorrentes com nenhum impacto na divulgação financeira têm o potencial de explicar os resultados contraditórios da literatura sobre a adoção do IFRS. Se estas mudanças não contábeis não estiverem apropriadamente controladas no desenho da pesquisa, os resultados sofrerão de baixa validade interna e não podem ser somente atribuídos a mudanças na divulgação financeira, menos ainda na adoção obrigatória no IFRS. A literatura usualmente endereça o problema de identificação por meio de amostra de grupo de controle formado por empresas que estão sujeitas a adotar o IFRS. Enquanto certamente melhor do que não ter qualquer benchmark, esta abordagem se apóia na forte premissa que as empresas não-adotantes refletem o contra factual, ou seja, o que teria acontecido com as empresas adotantes na

ausência da obrigatoriedade de adoção do IFRS. A maior parte dos estudos também reporta a heterogeneidade no efeito do IFRS relacionado a fatores institucionais no nível dos países (p. ex., uma variável legal como *proxy* para a força do sistema legal). Esta estratégia permite avaliar a validade interna se a variação no efeito do IFRS puder ser previsto sem ambigüidade. Enquanto os fatores institucionais certamente contribuem para a qualidade da divulgação financeira em geral (p. ex., Leuz *et al.*, 2003), é menos claro se e como eles são associados com mudanças nas práticas de divulgação após a adoção obrigatória do IFRS (p. ex., Holthausen, 2009). Assim, as evidências presentes sobre a heterogeneidade do efeito do IFRS é principalmente descritiva. Conclui-se que a literatura sobre os efeitos macroeconômicos e para o mercado de capitais da adoção obrigatória do IFRS sofre de um problema de identificação que requer cautela na interpretação dos resultados, mas também oferece oportunidades para a extensão das análises e das pesquisas.

Adicionalmente ao problema de identificação, a literatura empírica sobre os efeitos para o mercado de capitais da adoção obrigatória do IFRS também enfrenta o desafio de ter que lidar amostras potencialmente viesadas. Em 2007, o *Committee of European Securities Regulators* (CESR) publicou uma revisão da implantação e *enforcement* do IFRS na União Européia (CESR, 2007). Baseado na informação fornecida por instituições nacionais de *enforcement* pela Europa, CESR identificou um total de 5.353 companhias listadas em bolsa que prepararam demonstrações consolidadas em IFRS para o ano de 2005. Estima-se que esta seja a população de adotantes na Europa, número significativamente maior que a amostra de quatro estudos cross-country representativos (Daske *et al.*, 2008; DeFond *et al.*, 2009; Horton *et al.*, 2009; Landsman *et al.*, 2010), respectivamente, 2004, 1618, 1898, 1465. Esta comparação ilustra que os tamanhos da amostra dos principais estudos acadêmicos são substancialmente menores em relação ao atual número de adotantes do IFRS. A maior razão para esta defasagem é que a cobertura das bases de dados comerciais sofre de um viés sistemático para as grandes empresas (p. ex., Garcia Lara *et al.*, 2006). Na medida em que empresas maiores são mais propensas a beneficiar-se do IFRS (Christensen *et al.*, 2007), este viés amostral pode distorcer os resultados no sentido de evidenciar os efeitos positivos da adoção obrigatória do IFRS.

Finalmente, aponta-se a importância de separar a fonte da consequência econômica do constructo que é utilizado para medi-la empiricamente. Especificamente, as consequências

econômicas que surgem do papel informacional e contratual da divulgação financeira, respectivamente, podem se materializar em medidas empíricas semelhantes, p. ex., variáveis do mercado de capitais.

3 DESENHO DA PESQUISA

3.1 Modelos e tratamento estatístico

A estratégia empírica do estudo utiliza três abordagens de testes para avaliar a questão central da pesquisa. Na primeira parte investigam-se os determinantes dos níveis de atendimento às práticas de convergência, isto é, os incentivos que fazem com que algumas empresas apresentem práticas mais aderentes às alterações na legislação societária que visam à convergência às normas internacionais de contabilidade. Na segunda, estuda-se a heterogeneidade dos efeitos da convergência contábil entre as empresas, ou seja, o impacto *cross-section* que a aderência às práticas de convergência internacional possui nas variáveis econômicas, custo de capital próprio e liquidez de mercado. Em segundo recorte, analisa-se conjuntamente o impacto que os incentivos possuem nesta relação. Por último, analisa-se o efeito intertemporal médio da adoção das práticas de convergência no custo de capital e liquidez de mercado considerando o período ante e pós-convergência. Concentra-se no papel dos incentivos econômicos na análise, distinguindo-se as companhias por suas características específicas por meio de variáveis interativas.

A validade das inferências depende da qualidade estatística do modelo, neste sentido avaliou-se a aderência dos modelos econométricos aos pressupostos de um modelo de regressão linear. Dentro outros, empregam-se o teste de heterocedasticidade de Breuch-Pagan.

3.1.1 Determinantes do atendimento às práticas de convergência

Nesta seção analisa-se o efeito *cross-section* dos incentivos econômicos das empresas em suas estratégias de atendimento das práticas de convergência. Considera-se que estes incentivos são capazes de influenciar o grau de compromisso das empresas com a implantação de práticas de convergência que alteram materialmente suas políticas de reconhecimento, mensuração e divulgação contábil. Neste sentido, empresas expostas a tais incentivos são mais estão mais propensas a prover relatórios contábeis efetivamente informativos aos investidores externos (Daske *et al.*, 2009). Concentram-se em fatores tais como: (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv)

expectativa de oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (vi) estrutura de propriedade e controle corporativo e (viii) empresa de auditoria externa.

Quadro 1 - Determinantes do atendimento às práticas de convergência

Variável	Justificativa	Código
Tamanho da empresa	O sentido da relação entre qualidade das práticas de convergência e o tamanho não é claro de antemão. Por um lado, empresas maiores podem ter mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de elevada qualidade da informação contábil para mitigar este problema. Além disso, possuem mais recursos para adotar as práticas de convergência. Por outro lado as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar mais de capital. Desta forma, ambas possuem incentivos para ser aderente às práticas de convergência internacional. Espera-se, no entanto, em virtude das evidências internacionais (Beck <i>et al.</i> , 2005; Daske <i>et al.</i> , 2009) que o primeiro efeito sobreponha o segundo, acarretando em relação estatística positiva entre tamanho e nível de atendimento às práticas de convergência.	TAM
Exposição ao mercado internacional	As empresas mais expostas ao mercado internacional precisam se enquadrar a padrões de governança corporativa mais rígidos para se tornarem competitivas. Em consequência, a exigência do mercado internacional pode também influenciar a qualidade da informação contábil divulgada. Empresas que emitem ADR estão naturalmente expostas às exigências de organismos internacionais e, portanto, estão mais propensas ao maior atendimento das práticas de convergência.	EXPI
Necessidade de financiamento externo	Quanto maior a necessidade de financiamento, maior a propensão de a empresa adotar as práticas de convergência de maneira que melhore sua avaliação pelo financiador. A necessidade de financiamento também gera incentivos para redução do custo de agência, que poderia em última instância, acarretar em menores taxas de captação para a empresa (Francis <i>et al.</i> , 2008). Por outro lado, pode haver uma tendência das empresas com maiores necessidades de financiamento de apresentarem elevados índices de alavancagem, o que pode acarretar em interpretação oposta à sugerida. De fato, a <i>proxy</i> para a necessidade de financiamento considera o perfil atual de endividamento da empresa.	END
Oportunidades de crescimento	Quanto mais oportunidades de crescimento a empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto, melhor o nível de atendimento às práticas de convergência a empresa deverá apresentar para facilitar a captação de recursos (Francis <i>et al.</i> , 2008).	OCR
Estrutura de propriedade	O sentido da relação entre o atendimento das práticas de convergência e as variáveis de estrutura de propriedade e controle não é clara de antemão. Quanto maior o percentual de ações ordinárias (CV) em posse do controlador, em tese maior a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Por um lado, isso poderia levar a um pior nível de atendimento às práticas de convergência em decorrência da concentração do direito de controle. Por outro lado, entretanto, poderia fazer com que a empresa melhor adotasse as práticas internacionais como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Em relação à diferença entre direito de controle e direitos sobre fluxo de caixa (IDD), quanto maior esta diferença, em tese maior a probabilidade de expropriação dos acionistas externos, aplicando-se o mesmo raciocínio da concentração do direito de controle. O argumento construído é análogo àquele utilizado por Silveira (2004) para a análise entre a estrutura de propriedade e a governança corporativa.	CV
		IDD
Desempenho	Quanto melhor o desempenho da empresa, maior a aderência às práticas de convergência esperadas em virtude da menor expropriação dos acionistas externos (refletida nos resultados obtidos). Ademais, reconhece-se a possível existência de causalidade reversa entre as variáveis de desempenho e o nível de atendimento às práticas de convergência.	ROA
Auditoria externa	A qualidade da auditoria externa pode ter influência sobre o nível de atendimento às práticas de convergência. Auditorias mais rigorosas podem impor a divulgação de práticas mais aderentes à convergência internacional e estarem mais preparadas para analisar a aderência das empresas às mudanças na legislação (Hodgdon <i>et al.</i> , 2008; Francis <i>et al.</i> , 2003; Haw <i>et al.</i> , 2004).	AUD

FONTE: Elaborado com base em Beck *et al.* (2005), Daske *et al.* (2008, 2009), Francis *et al.* (2003, 2008), Silveira (2004), Hodgdon *et al.* (2008) e Haw *et al.* (2004).

Incluem-se também outro instrumento de controle na análise com o objetivo de mitigar o problema de viés nas estimativas por omissão de variáveis que sejam relevantes na explicação do nível de atendimento às práticas de convergência, o erro na projeção do lucro dos analistas de mercado (AERR). Esta variável objetiva capturar se o nível de Atendimento às práticas está associado à dificuldade de se projetar o lucro da empresa. O método estatístico aplicado compreende regressões múltiplas dos tipos corte transversal e painel para os anos de 2008 e 2009, com a utilização do seguinte modelo geral empírico¹³:

Apresentação teórica:

$$ACONV = f(Incentivos, VarControle)$$

Apresentação empírica:

$$ACONV_{ij} = \alpha_i + \beta_1 \ln(TAM)_{ij} + \beta_2 EXPI_{ij} + \beta_3 END_{ij} + \beta_4 OCR_{ij} + \beta_5 EP_{ij} + \beta_6 ROA_{ij} + \beta_7 AUD_{ij} + \sum_{k=1}^n \gamma_k \cdot VarCont_{kij} + \varepsilon_i$$

Equação 1

Em que *ACONV* é a variável *proxy* para o atendimento das práticas de convergência para a empresa *i* no período *j*, representadas pelo score no Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (*IAPC*) e pela variação na extensão dos demonstrativos financeiros completos (*ΔPAG*); *TAM* é a *proxy* para tamanho, mensurado pelo ativo total da empresa *i* no período *j*; *EXPI* é a *proxy* para exposição ao mercado internacional, que é uma variável *dummy* igual a 1 caso a empresa *i* possua *American Depositary Receipts* níveis I, II e III e 0 caso contrário; *END* é a *proxy* para necessidade de financiamento, mensurado pelo nível de endividamento da empresa *i* no período *j* (i.e. razão entre o total de passivos onerosos e o patrimônio líquido); *OCR* é a *proxy* para oportunidades de crescimento, representada pelo índice *market-to-book* (i.e. valor de mercado sobre valor patrimonial) da empresa *i* no período *j*; *EP* é a estrutura de propriedade e controle mensurada pela concentração de votos (*CV*) e divergência de direitos (*IDD*), *ROA* é o desempenho da empresa *i* no período *j* medido pelo lucro operacional após

¹³ A definição teórica e operacional das variáveis é apresentada na seção 3.2.

os impostos dividido pelo ativo total, *AUD* é uma variável *dummy* igual a 1 caso a empresa *i* seja auditada por big four e 0 caso contrário, *VarContr* representam outras variáveis de controle para a empresa *i* no período *j*.

A Equação 1 é estimada de três maneiras: (i) por MQO individualmente para os anos de 2008 e 2009; (ii) por *pooling*, considerando os dois anos conjuntamente em uma mesma amostra sem diferenciá-los; e (iii) por dados em painel efeito fixo, com o objetivo de controlar para eventuais variáveis omitidas fixas no tempo mas que possam ser relevantes na explicação do atendimento às práticas de convergência.¹⁴

Com base nos argumentos desenvolvidos no Quadro 1 e na literatura sobre adoção do IFRS, espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significantes e possuam os seguintes sinais:

- $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_6, \beta_7 > 0$;
- Em princípio, como o sentido entre o atendimento às práticas de convergência e o tamanho e a estrutura de propriedade são ambíguos, não existe um sinal esperado para β_1, β_5 ; e
- δ_l são coeficientes relativos às variáveis binárias de setor de atuação, portanto não um sinal esperado a princípio.

A estimação do modelo descrito pela equação 1 contribui para responder às seguintes questões: as empresas maiores, com mais oportunidades de crescimento, maior exposição ao mercado internacional e maior necessidade de financiamento apresentam atendimento mais aderente às práticas de convergência? A estrutura de controle acionário possui relação com o comportamento das empresas diante da adoção das práticas internacionais? Empresas com melhores desempenhos apresentam maior atendimento às práticas de convergência? A escolha das companhias de auditoria externa possui influência sobre o nível de divulgação das práticas de convergência das empresas?

¹⁴ Variáveis constantes no tempo são obrigatoriamente excluídas da estimação da regressão com dados em painel. Portanto, neste caso, a variável *IND* é automaticamente excluída da equação, sendo seus efeitos já controlados pelo método de estimação.

3.1.2 Heterogeneidade dos efeitos da convergência no mercado de capitais

A segunda parte do estudo analisa a heterogeneidade do impacto das práticas de convergência no custo de capital próprio e liquidez de mercado das empresas. Esta análise visa contribuir para a resposta de duas questões complementares: o comportamento diferenciado das companhias perante a adoção das práticas internacionais exerce influência sobre suas variáveis econômicas? Qual o papel dos incentivos econômicos individuais nesta relação?

Com base na literatura sobre a convergência internacional e nas evidências diretas das consequências econômicas para o mercado de capitais, especialmente Ball *et al.* (2006), Hail e Leuz (2007) e Christensen *et al.* (2008), acrescentam-se os seguintes determinantes potenciais do atendimento às práticas de convergência internacional para o estudo do impacto nas variáveis econômicas (custo de capital e liquidez de mercado): (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (v) estrutura de propriedade e controle corporativo e (vii) empresa de auditoria externa.

Inicialmente, para isolar o efeito individual de cada incentivo¹⁵ na relação entre o atendimento das práticas de convergência e as variáveis econômicas, realizam-se análises de diferenças-em-diferenças por meio de testes t e Wilcoxon para diferenças de médias¹⁶. Para a segregação das amostras, duas dimensões são construídas: alto e baixo atendimento das práticas de convergência e alto a baixo incentivo. Depois de segregados os grupos, analisam-se a diferença entre as médias para o custo de capital e para a liquidez de mercado. Compara-se, por exemplo, se há diferença significativa entre as médias do custo de capital do grupo das empresas com alto atendimento de IAPC em relação às com baixo atendimento, para as empresas grandes (pequenas). Da mesma maneira, compara-se se há diferença significativa entre as médias do custo de capital do grupo das empresas grandes em ativo total em comparação às pequenas, para as empresas com alto (baixo) atendimento às práticas de convergência.

¹⁵ A justificativa para a escolha destes determinantes é apresentada no Quadro 1 na seção anterior.

¹⁶ A escolha entre as técnicas é feita com base na análise da distribuição de probabilidades das variáveis estimadas para amostra. O teste t é um teste paramétrico que necessita do pressuposto da normalidade, enquanto o Wilcoxon é um teste não paramétrico que não impõe tal restrição. Para a decisão entre as técnicas, utiliza-se o critério do teste de normalidade.

Esta análise permite estudar o efeito dos incentivos e de IAPC nas variáveis econômicas independentemente. Entretanto, é importante notar que esta abordagem não permite controlar os diversos incentivos simultaneamente na análise. Neste sentido, em um segundo passo, utiliza-se o método de regressão linear, com o intuito de estudar o efeito *ceteris paribus* do atendimento das práticas de convergência no custo de capital e liquidez de mercado, controlando-se simultaneamente para os diversos incentivos.

A abordagem estatística de regressões linear compreende o método dos mínimos quadrados ordinários e o procedimento de efeitos fixos para um painel de empresas entre os anos de 2008 e 2009. Inicialmente, foi aplicado o seguinte modelo descrito na Equação 2.

Apresentação Teórica:

$$CCP/LIQ = f(ACONV, Incentivos, VarControl)$$

Apresentação Empírica:

$$EconCon_{ij} = \alpha_i + \beta_1 \cdot ACONV_{ij} + \sum_{k=1}^n \delta_k \cdot Incentivos_{ijk} + \sum_{k=1}^n \delta_k \cdot VarCont_{ijk} + \varepsilon_i$$

Equação 2

Em que *EconCon* refere-se à consequência econômica em questão (custo de capital próprio - *CCP* - ou liquidez de mercado - *BIDASK*, *IMPP* e *TURN*); *ACONV* é qualquer uma das duas *proxies* utilizadas na mensuração do atendimento às práticas de convergência da empresa *i* (i.e, índice de atendimento às práticas de convergência - *IAPC* - ou variação das páginas *ΔPAG*), *Incentivos* refere-se aos incentivos específicos das empresas apresentados no Quadro 1 e *VarControl* representa o valor resultante das variáveis de controles selecionadas para a empresa *i*.

A modelagem pela Equação 2 apresenta análise restrita, pois não considera outros potenciais fatores interativos relevantes no relacionamento entre o atendimento das práticas de convergência e as variáveis econômicas das companhias. Para lidar com esta questão, em uma terceira etapa, adicionam-se variáveis de incentivos interativas, em que se multiplica a

variável de atendimento à convergência por cada um dos incentivos econômicos, criando-se novas variáveis. Além da questão conceitual, o acréscimo de variáveis multiplicativas pode tratar do eventual problema de variáveis omitidas, que pode resultar em um relacionamento espúrio entre os coeficientes da regressão. Com a adição de variáveis multiplicativas, uma das questões que se procuram endereçar, por exemplo, é: o impacto do atendimento às práticas de convergência contábil no custo de capital é mais significativo para as empresas mais expostas ao mercado internacional?¹⁷ Portanto, é conveniente trabalhar com a seguinte formulação geral:

Apresentação Teórica:

$$CCP/LIQ = f(ACONV, Incentivos, VarIterativas, VarControle)$$

Apresentação Empírica:

$$EconCon_{ij} = \alpha_i + \beta_1 \cdot ACONV + \sum_{k=1}^n \delta_k \cdot ACONV_{ij} \cdot Incentivos_{ijk} + \\ \sum_{k=0}^n \beta_k \cdot Incentivos_{ijk} + \sum_{k=1}^n \gamma_k \cdot VarCont_{ijk} + \varepsilon_i$$

Equação 3

Em que *EconCon* refere-se à consequência econômica em questão (custo de capital próprio - *CCP* - ou liquidez de mercado - *BIDASK*, *IMPP* e *TURN*); *ACONV* é qualquer uma das duas *proxies* utilizadas na mensuração do atendimento às práticas de convergência da empresa *i* (i.e, índice de atendimento às práticas de convergência - *IAPC* - ou variação das páginas *ΔPAG*), *Incentivos* refere-se aos incentivos específicos das empresas apresentados no Quadro

¹⁷ A utilização de variáveis interativas permite a avaliação do impacto da convergência nas consequências econômicas considerando a influência dos incentivos econômicos na análise. Por exemplo, na equação 3, para a investigação do impacto da variação de *IAPC* na variação do custo de capital, aplica-se a derivada de *CCP* em relação à *IAPC*, e obtêm-se a seguinte relação:

$$\Delta CCP = \left(\beta_1 + \sum_{k=1}^n \delta_k \cdot Incentivos_k \right) \cdot \Delta IAPC.$$

Assim, observa-se que se pode avaliar se algum termo, relacionado ao incentivo individual das empresas, se soma ao efeito de β_1 , possibilitando, por exemplo, a interpretação do questionamento exposto.

1 e *VarControl* representa o valor resultante das variáveis de controles selecionadas para a empresa *i*.

É importante notar que a abordagem descrita nesta seção, ao contrário da próxima (3.1.3), não permite identificar o efeito marginal da adoção das práticas de convergência contábil, mas apenas verificar a relação entre o atendimento dessas práticas e diferenças no custo de capital e liquidez de mercado entre empresas. Portanto, o ponto desta análise é destacar que o nível de atendimento das práticas de convergência não está associado somente à adoção de novas práticas, mas que provavelmente reflete diferenças em incentivos econômicos das empresas. Estes incentivos, conjuntamente com o próprio normativo, é que determinam a extensão em que as companhias estão comprometidas ou não com a transparência.

3.1.3 Análise intertemporal dos efeitos da convergência no mercado de capitais

A terceira etapa do estudo direciona o foco para a investigação intertemporal do impacto da adoção das práticas de convergência às normas internacionais no custo de capital próprio e liquidez de mercado das companhias brasileiras. Utilizando-se dados em painel de 2006 a 2009, analisa-se o comportamento do custo de capital e liquidez de mercado em torno da data de adoção das práticas de convergência no Brasil.

As companhias são agrupadas em dois períodos (ante e pós data de adoção da convergência) e duas classificações (baixo e alto nível de atendimento às práticas de convergência). Nos dois casos, os grupos são definidos atribuindo-se variáveis *dummies*. Para o período ante e pós convergência, utiliza-se a variável *yDepois* que atribui valor 1 para os períodos de 2008 e 2009 e 0 para os períodos de 2006 e 2007. Para a classificação da convergência entre alto e baixo atendimento, a variável *IAPC_D* atribui valor 1 caso o percentil de atendimento seja superior a média e 0 caso seja inferior a média.

Inicialmente, para isolar o efeito intertemporal do atendimento das práticas de convergência nas variáveis econômicas, realizam-se análises de diferenças-em-diferenças por meio de testes *t* e Wilcoxon para diferenças de médias¹⁸. Utilizam-se os grupos formados pela segregação

¹⁸ Assim como na seção anterior, a escolha entre as técnicas é feita com base na análise da distribuição de probabilidades das variáveis estimadas para amostra. O teste *t* é um teste paramétrico que necessita do

das variáveis $yDepois$ e $IAPC_D$. Compara-se, para cada efeito econômico (custo de capital e liquidez de mercado), se há diferença significativa entre as médias ante e após a convergência para os grupos com alto e baixo atendimento às práticas.

Posteriormente, aplica-se o modelo de regressão com o estimador diferenças-em-diferenças (*dif-in-dif*), que resulta no modelo geral descrito na Equação 4. A ideia nesta equação é capturar se o comportamento do custo de capital ou da liquidez de mercado foi alterado pelo compromisso das empresas com o atendimento das práticas de convergência, possuindo um efeito intertemporal nas variáveis econômicas. Neste caso, ao contrário da análise de diferenças de médias anterior, é possível controlar os efeitos dos incentivos econômicos subjacentes, adicionando-os como variáveis de controle.

Apresentação Teórica:

$$EconCon = f(yDepois, AConV, Incentivo, VarControl)$$

Apresentação Empírica:

$$EconCon_i = \alpha + \phi_0 \cdot yDepois_i + \beta_1 \cdot ACONV_i + \sum_{k=1}^n \beta_k \cdot Incentivos_{ki} + \sum_{k=1}^n \beta_k \cdot VarCont_{ki} + \varepsilon_i$$

Equação 4

Em que EconCon refere-se à consequência econômica em questão (custo de capital próprio ou liquidez de mercado - *bid-ask spread*, *impacto no preço* ou *turnover da ação*), $yDepois$ é uma variável *dummy* que é igual a 1 caso o período seja 2006-2007 e igual a zero caso seja 2008-2009; IAPC é qualquer uma das duas *proxies* utilizadas na mensuração do atendimento das práticas de convergência da empresa i (i.e, índice de atendimento das práticas, variação das páginas ou qualidade do lucro), e VarCont representa o valor resultante das variáveis de controles selecionadas para a empresa i .

pressuposto da normalidade, enquanto o Wilcoxon é um teste não paramétrico que não impõe tal restrição. Para a decisão entre as técnicas, utiliza-se o critério do teste de normalidade.

Por último, a Equação 5 acrescenta a interação dos incentivos econômicos na análise. Neste caso, buscam-se evidências se o efeito intertemporal do atendimento às práticas de convergência nas variáveis econômicas é influenciado pelos incentivos econômicos individuais. Analisa-se se o impacto negativo (positivo) do atendimento das práticas de convergência no(a) custo de capital (liquidez de mercado) é mais forte para empresas (i) maiores, (ii) com maiores necessidades de financiamento, (iii) mais expostas ao mercado internacional, (iv) com maiores oportunidades de crescimento, (v) estrutura de propriedade e controle mais difusa e (vi) auditadas por companhias Big Four. A Equação 5 apresenta o modelo geral descrito.

Apresentação Teórica:

$$EconCon = f(yDepois, ACONV, Incentivos, yDepois * ACONV * Incentivos)$$

Apresentação Empírica:

$$EconCon_i = \alpha + \phi_0 \cdot yDepois_i + \beta_1 \cdot ACONV_i + \sum_{k=1}^n \beta_k \cdot Incentivos_{ki} \\ + \sum_{k=1}^n \phi_k \cdot yDepois_i \cdot ACONV_i \cdot Incentivos_{ki} + \sum_{k=1}^n \beta_k \cdot VarCont_{ki} + \varepsilon_i$$

Equação 5

Em que EconCon refere-se à consequência econômica em questão (custo de capital próprio ou liquidez de mercado - *bid-ask spread*, *impacto no preço* ou *turnover da ação*), yDepois é uma variável *dummy* que é igual a 1 caso o período seja 2006-2007 e igual a zero caso seja 2008-2009; IAPC é qualquer uma das duas *proxies* utilizadas na mensuração do atendimento das práticas de convergência da empresa i (i.e, índice de atendimento das práticas, variação das páginas ou qualidade do lucro), e VarCont representa o valor resultante das variáveis de controles selecionadas para a empresa i.

3.2 Definição teórica e operacional das variáveis

Para a modelagem empírica do estudo, precisa-se de variáveis que mensurem o custo de capital próprio, a liquidez de mercado, os incentivos econômicos e classificações que capturem diferenças nas estratégias de divulgação adotadas. Esta última serve para acessar o grau em que as empresas realizam mudanças materiais em suas políticas de divulgação ou a extensão em que estão comprometidas com a transparência.

3.2.1 Atendimento às práticas de convergência contábil

Constroem-se duas medidas para caracterizar o atendimento às novas práticas, baseado no estudo de Daske *et al.* (2009). Acredita-se que a aplicação destas medidas também é grande contribuição à pesquisa empírica contábil nacional. Pretende-se associar características como medição direta e indireta da convergência. A primeira, e mais importante delas, se refere ao recém desenvolvido Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (IAPC), construído com base nos critérios utilizados pelos pós-graduandos da FEA-USP para a análise do Troféu Transparência do Prêmio ANEFAC - FIPECAFI - SERASA e no *Checklist* para Elaboração de Demonstrações Financeiras divulgado pela Deloitte (2009). O Prêmio ANEFAC - FIPECAFI - SERASA foi criado em 1997 no Brasil, e concede o Troféu Transparência, que é um reconhecimento público das melhores demonstrações contábeis publicadas no país e tem por objetivo incentivar a transparência corporativa no mercado, através do fornecimento de informações claras e de qualidade. O *checklist* publicado pela Deloitte foi desenvolvido com a finalidade de auxiliar na elaboração e apresentação das demonstrações financeiras, incluindo as notas explicativas e o relatório da administração, conforme requerimentos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelo Banco Central do Brasil (BCB), pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e pelos pronunciamentos do IBRACON - Instituto dos Auditores Independentes do Brasil.

Destes materiais, isolou-se o conteúdo relacionado às práticas de convergência contábil no Brasil. O resultado são 58 classificações binárias aplicadas aos demonstrativos financeiros completos das companhias, nomeado de Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (IAPC). Procurou-se observar não somente o cumprimento ou descumprimento da legislação societária referente à convergência, mas também as escolhas das empresas em relação aos itens que a legislação tornou opcional.

O Índice contempla os seguintes assuntos: Adoção Inicial, *Impairment*, Demonstração do Fluxo de Caixa, Ativo Intangível, Ajuste a Valor Presente, Moeda Funcional, Variação Cambial, Remuneração dos Administradores, Partes Relacionadas, Arrendamento Mercantil, Classificação dos Investimentos, Instrumentos Financeiros, PCLD¹⁹, Ativo Diferido, Depreciação Econômica, Regime Tributário de Transição, Reavaliação, Parecer dos Auditores. Dentre a composição do índice é possível que nem todos os itens se apliquem a todas as empresas. Nestes casos, o item é excluído do *checklist* da empresa. O escore de cada empresa é obtido pelo somatório da resposta de cada item dividido pelo total de itens aplicáveis àquela companhia. O Quadro 2 apresenta o IAPC. O Apêndice 01 descreve o racional utilizado para inclusão das perguntas do índice e os critérios adotados para pontuação de cada questão.

¹⁹ Provisão para crédito e liquidação duvidosa

Quadro 2 - Índice de Atendimento às Práticas de Convergência

Descrição	Referência
1. Adoção Inicial	
a. A companhia divulgou a base de elaboração e apresentação das demonstrações contábeis ou se está adotando pela primeira vez a Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?	CVM (Deliberação nº 565/08)
b. Divulgou demonstração dos efeitos no resultado e no patrimônio líquido da adoção inicial da Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?	
c. A companhia destacou os efeitos tributários da aplicação da Lei nº 11.638/07 e da Lei nº 11.941/09 registrados conforme as normas existentes?	
d. Foram realizados ajustes retroativos nos demonstrativos contábeis de 2007 referentes à Lei 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?	
e. Foi apresentada a demonstração de fluxo de caixa referente a 2007?	
f. Foi apresentada a demonstração de valor adicionado referente a 2007?	
g. A companhia divulgou um sumário das práticas contábeis modificadas?	
2. Redução ao Valor Recuperável	
a. Apresenta nota explicativa ou identifica ativos que podem ter sofrido desvalorização decorrente de fatores internos ou externos à entidade (<i>impairment test</i>)?	CVM (Deliberação nº 527/07), BCB (CMN nº 3.566/08) e CFC (NBC T 19.10)
b. A companhia divulgou a descrição das premissas utilizadas pela administração para concluir sobre a perda por desvalorização?	
c. A companhia divulgou o valor das perdas por desvalorização reconhecidas, as linhas da demonstração do resultado nas quais essas perdas foram contabilizadas e se houve reversões?	
3. Demonstração do Fluxo de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado	
a. A companhia divulgou os componentes de caixa e equivalentes de caixa?	CVM (Deliberação nº 547/08), BCB (CMN nº 3.604/08) e CFC (NBC T 3.8)
b. A companhia divulgou a política que adota na determinação da composição do caixa e equivalentes de caixa?	
d. A companhia divulgou as transações de investimento e financiamento que não envolvem o uso de caixa ou equivalentes de caixa?	
e. Foram divulgados como informações adicionais à demonstração do fluxo de caixa os montantes totais dos juros, dividendos e juros sobre o capital próprio, pagos e recebidos ou o montante total do IR e da CSLL pagos?	CVM (Deliberação nº 557/08) e CFC (NBC T 3.7)
f. O valor total do item “Distribuição do valor adicionado” é exatamente igual ao total do item “Valor adicionado total a distribuir”?	
4. Intangível	
a. Apresenta nota explicativa sobre os ativos intangíveis?	CVM (Deliberação nº 553/08) e CFC (NBC T 19.8)
b. A companhia divulgou o valor contábil e a vida útil (ou taxa de amortização) dos ativos intangíveis individualmente?	
c. A companhia segregou entre os ativos intangíveis, aqueles com vida útil indefinida ou definida?	
d. A companhia divulgou o total de gastos com pesquisa e desenvolvimento reconhecidos como despesas no período?	
5. Ajuste a Valor Presente	
a. Indica a realização do Ajuste a Valor Presente em ativos e passivos não circulantes e em ativos e passivos circulantes relevantes?	CVM (nota explicativa à Instrução nº 469/08)
b. Documentou o racional utilizado para o cálculo do Ajuste a Valor Presente?	
c. A companhia divulgou premissas e os fundamentos que justifiquem as taxas de desconto adotadas (contratual ou implícita, modelos utilizados para cálculo de riscos e inputs)?	
6. Moeda Funcional e Variação Cambial	
a. A companhia indicou sua moeda funcional e moeda de apresentação?	CVM (Deliberação nº 534/08)
b. A companhia indica os fatores previstos na norma contábil determinantes para definição da moeda funcional?	
c. Foram mencionados, no sumário das práticas contábeis, os critérios de apuração das demonstrações financeiras das investidas no exterior?	
d. Foram divulgados os efeitos líquidos decorrentes das variações cambiais	

classificadas no resultado e no patrimônio líquido?		
7. Partes Relacionadas		
a. Os relacionamentos entre controladoras e controladas ou coligadas foram divulgados independentemente de ter havido ou não transações entre essas partes relacionadas?		CVM (Deliberação nº 560/08)
b. A companhia divulgou montante das transações ou se contém ou não garantias?		
c. Divulgou os impactos, ou efeitos, que possam vir a afetar a situação patrimonial e financeira e/ou os resultados das entidades intervenientes na operação?		
d. A companhia divulgou a remuneração do pessoal-chave da administração no total e segregado em categorias?		
8. Arrendamento Mercantil		
a. Informa se houve ou não alterações no reconhecimento de contratos de arrendamento mercantil?		CVM (Deliberação nº 554/08) e CFC (NBC T 10.2)
b. O valor contábil ao final do período para cada categoria de ativo? (se financeiro)		
c. O total dos futuros pagamentos mínimos e o seu valor presente para os períodos de até um ano, mais de um ano e até cinco anos, e mais de cinco anos?		
d. Uma descrição geral dos acordos relevantes (p ex. (i) a base pela qual o pagamento contingente é determinado; (ii) a existência de termos de renovação ou de opções de compra e cláusulas de reajustamento; e (iii) restrições impostas por acordos de arrendamentos)		
9. Classificação de Investimentos		
a. A companhia informa se houve, ou não, alteração na classificação dos investimentos mensurados pelo método de equivalência patrimonial ou por outro critério contábil?		CVM (Deliberação nº 565/08)
b. Foram divulgados os critérios utilizados em exercícios anteriores para contabilização das combinações de negócios e apuração do valor do ágio?		
10. Instrumentos Financeiros		
a. A empresa aplicou as regras de classificação de instrumentos financeiros (disponível para venda, mantido até o vencimento e destinado à negociação)?		CVM (Deliberação nº 565/08) e CVM (Deliberação nº 566/08)
b. A entidade divulgou em nota explicativa específica informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos?		CVM (Deliberação nº 550/08 e Instrução nº 235/95)
c. A companhia divulgou a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge)?		
d. A companhia divulgou o valor justo dos derivativos contratados?		
e. A companhia divulgou os critérios de mensuração a valor justo dos instrumentos derivativos contratados?		
f. A entidade classificou as operações com instrumentos financeiros destinados a hedge nas categorias: hedge de valor justo, hedge de fluxo de caixa hedge de um investimento no exterior?		CVM (Deliberação nº 566/08)
g. A companhia divulgou quadro demonstrativo de análise de sensibilidade?		CVM (Instrução nº 475/08)
11. Custo de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos de Valores Mobiliários		
a. A companhia identificou cada processo de captação de recursos, agrupando-os conforme sua natureza?		CVM (Deliberação nº 556/08) e CFC (NBC T 19.14)
b. A companhia divulgou o montante dos custos de transação e prêmios (se for o caso) a serem apropriados ao resultado em cada período subsequente?		
12. Subvenções e Assistências Governamentais		
a. A companhia divulgou a natureza e os montantes reconhecidos das subvenções governamentais ou das assistências governamentais?		CVM (Deliberação nº 555/08) e CFC (NBC T 19.4)
b. As condições a serem regularmente satisfeitas ligadas à assistência governamental que tenha sido reconhecida?		
13. Pagamentos Baseados em Ações		
a. A companhia divulgou uma descrição de cada tipo de acordo de pagamento baseado em ações que vigorou em algum momento do exercício social?		CVM (Deliberação nº 562/08)
b. A companhia divulgou a quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ações para cada um dos grupos de opções?		

14. Ativo Diferido	
a. Para gastos anteriormente ativados, a companhia informa se foi feita análise para verificar a possível reclassificação para outros grupos de ativos?	CVM (Deliberação nº 553/08) e CFC (NBC T 19.8)
b. Divulgou a opção adotada em relação aos gastos ativados que não mais atendam à definição de ativo diferido e que não possam ser reclassificados para outro grupo de ativos?	CVM (Deliberação nº 527/07)
15. Depreciação Econômica	
a. Utiliza taxas de depreciação econômicas?	CVM (Deliberação nº 565/08)
b. Divulga os critérios e premissas adotados na determinação nas taxas de depreciação econômicas?	
16. Outras Informações	
a. Divulgou a opção em relação ao Regime Tributário de Transição?	Lei nº 11.941/09
b. Os critérios para a constituição de provisão para crédito e liquidação duvidosa (PCLD) são informados?	Lei das S.A. (artigo 183) e IB (NPC 01)
c. Informa o tratamento adotado para a conta "Reavaliações de Ativos"?	CVM (Deliberação nº 565/08)
d. No caso dos lucros acumulados, a entidade propôs, ao término do exercício social, a destinação de eventuais saldos de lucros acumulados?	CVM (Deliberação nº 565/08)
e. O parecer dos auditores atesta a conformidade com o atendimento das práticas referentes à nova regulamentação?	-
É auditada por Big Four?	

FONTE: Elaborado pelo autor com base em Deloitte (2009), nos critérios utilizados pelos pós-graduandos da FEA-USP para a análise do Troféu Transparência do Prêmio ANEFAC - FIPECAFI - SERASA e nos normativos: Deliberação CVM nº 527/07, Deliberação CVM nº 534/08, Deliberação CVM nº 547/08, Deliberação CVM nº 550/08, Deliberação CVM nº 553/08, Deliberação CVM nº 554/08, Deliberação CVM nº 555/08, Deliberação CVM nº 556/08, Deliberação CVM nº 557/08, Deliberação CVM nº 560/08, Deliberação CVM nº 562/08, Deliberação CVM nº 565/08, Deliberação CVM nº 566/08, Instrução CVM nº 235/95, Instrução CVM nº 475/08, Nota explicativa à Instrução CVM nº 469/08, Resolução CMN nº 3.566/08, Resolução CMN nº 3.604/08, CFC NBC T 3.7, CFC NBC T 3.8, CFC NBC T 19.8, CFC NBC T 10.2, NBC T 19.4, CFC NBC T 19.8, CFC NBC T 19.10, CFC NBC T 19.14, Lei 11.941/09, Lei das S.A. (6.404 Art. nº 183), Ibracon NPC 01.

A segunda medida é baseada na ideia que a demanda por mais informação, assim como o compromisso com o atendimento das novas práticas deva aumentar o volume de divulgação que a empresa faz em seu relatório. Enxerga-se essa variável como importante medida no Brasil, uma vez que se espera que esta variável tenha maior significância quanto maior for a defasagem entre o GAAP local e o IFRS. Analisa-se a extensão das Demonstrações Financeiras Anuais Completas (incluem Relatório da Administração, Parecer dos Auditores, Demonstrativos Contábeis e Notas Explicativas) das empresas a partir da mudança percentual do número de páginas em torno da data de transição. Utilizam-se os relatórios apresentados em português e publicados em diário oficial. A variação percentual é computada pelo número de páginas do relatório de 2008 publicado em 2009 e subtraído da média do número de páginas dos relatórios dos últimos dois anos (2007 e 2006). Ressalta-se que esta medida pode incluir desvios significantes caso existam eventos não relacionados à convergência internacional que façam com que as empresas aumentem (diminuem) sistematicamente o

volume de informação divulgada aos investidores. Apesar desta limitação, a *proxy* permite a aproximação da convergência das empresas por um critério estritamente objetivo.

A análise apresentada na seção 3.1.1, além de investigar os determinantes do grau de atendimento das práticas de convergência, avalia a consistência interna de IAPC e de Δ PAG, permitindo-se a validação empírica das *proxies*. Portanto, essa análise possui dois objetivos específicos no presente estudo. Primeiro, permite inferir sobre os incentivos subjacentes que influenciam o compromisso das empresas com o processo de convergência (em resposta a H_1). Segundo, confere um indício sobre o grau de consistência teórica destas medidas, uma vez que a literatura vem encontrando importantes inter-relações entre o nível de atendimento do IFRS e variáveis como (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (vi) estrutura de propriedade e controle corporativo e (vii) empresa de auditoria externa (p. ex. Francis *et al.*, 2008; Hodgdon *et al.*, 2008).

3.2.2 Custo de capital próprio

A mensuração do custo de capital das empresas não é um exercício simples. Estudos anteriores utilizam retornos realizados ou rentabilidade de dividendos como *proxies* do custo de capital (p. ex., Foerster e Karolyi, 1999, 2000; Errunza e Miller, 2000). No entanto, estas *proxies* não capturam mudanças nas expectativas de mercado quanto aos fluxos de caixa futuros das empresas (Bakaert e Harvey, 2000). Técnicas padrão para obter estimativas não viesadas dos retornos esperados por meio da variação do preço das ações requerem séries temporais razoavelmente longas (Stulz, 1999). Mais ainda, empresas listadas em mais de uma bolsa torna a tarefa de obtenção do equilíbrio das estimativas dos retornos esperados particularmente complicada.

Em virtude destas dificuldades, adota-se neste estudo uma abordagem alternativa para estimação do custo de capital. Aplicam-se modelos de avaliação contábeis que estimam a taxa ex ante de retorno implícita nos preços das ações atuais e utilizam informações de previsão dos analistas de mercado. Esta abordagem não se apoia extensivamente em séries temporais de retornos passados e não requer qualquer hipótese inicial sobre o grau de integração do mercado. Adicionalmente, os modelos de custo de capital implícitos atendem explicitamente

o objetivo de separar o efeito do fluxo de caixa (ou crescimento) do efeito do custo de capital. Por último, a aplicação da referida metodologia, torna os resultados desta investigação comparáveis aos demais estudos internacionais.

Adotam-se quatro modelos de custo de capital implícito que são comumente aplicados na literatura, Claus e Thomas (2001), Gebhardt *et al.* (2001), Easton (2004) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005). Todos os quatro modelos são consistentes com o modelo de desconto de dividendos, mas exploram relações contábeis básicas para obter a equação de avaliação baseada no lucro residual e lucro anormal. Pode-se substituir o preço do mercado e as estimativas dos analistas dentro das equações de avaliação e calcular o custo de capital retroativamente, como uma taxa interna de retorno que iguale o preço da ação corrente e a sequência de expectativa futura dos lucros residuais ou lucros anormais. Os modelos diferem individualmente com respeito ao uso dos dados dos analistas, as premissas com relação às taxas de crescimento de curto e longo prazo, o horizonte explícito de previsão, e como a taxa de inflação é incorporada dentro do estacionário valor terminal (Hail e Leuz, 2006). A seguir, apresentam-se os quatro modelos de estimação, explica-se como se aplicaram os modelos para as companhias da amostra e descrevem-se os procedimentos numéricos utilizados para solucioná-los iterativamente.

3.2.2.1 Claus e Thomas (2001)

$$P_t = PL_t + \sum_{\tau=1}^T \frac{(\hat{x}_{t+\tau} - CCP_{CT} \cdot PL_{t+\tau-1})}{(1 + CCP_{CT})^\tau} + \frac{(\hat{x}_{t+\tau} - CCP_{CT} \cdot PL_{t+\tau-1}) \cdot (1 + g)}{(CCP_{CT} - g) \cdot (1 + CCP_{CT})^T}$$

Fórmula 1

Este é um caso especial do modelo de lucros residuais. Utiliza-se o patrimônio líquido por ação corrente e a projeção do lucro por ação para cinco anos. A série de lucros residuais esperados é derivada a partir do lucro por ação projetado menos o custo de capital multiplicado pelo valor do patrimônio líquido no início do ano fiscal. Como hipótese tem-se o lucro limpo, ou seja, que o valor futuro do patrimônio é alterado apenas por variações no lucro e dividendos projetados.

Os dividendos são definidos por uma fração constante do lucro projetado. No período $T = 5$, é assumido que o lucro residual cresce a uma taxa g igual à inflação esperada. Como *proxy* de g foi utilizado o índice IGP-M projetado de um ano à frente. Nota-se que a hipótese sobre g estipula uma margem inferior para as estimativas do custo de capital.

3.2.2.2 Gebhardt *et al.* (2001)

$$P_t = PL_t + \sum_{\tau=1}^T \frac{(\hat{x}_{t+\tau} - CCP_{GLES} \cdot PL_{t+\tau-1})}{(1 + CCP_{GLES})^\tau} + \frac{(\hat{x}_{t+T} - CCP_{GLES} \cdot PL_{t+T})}{r_{GLES} \cdot (1 + CCP_{GLES})^T}$$

Fórmula 2

É um caso especial do modelo de lucros residuais. Utiliza-se o patrimônio líquido corrente por ação e a projeção do lucro por ação para três anos subsequentes para calcular o lucro residual futuro dos três primeiros períodos. Após o período de três anos, a série de lucros anormais é derivada por interpolação linear assumindo-se por hipótese que o retorno sobre o patrimônio da empresa tende para a mediana do retorno sobre patrimônio esperado da indústria. Utiliza-se a classificação setorial do Economática® para calcular o ROE da indústria.

Assume-se o lucro limpo, ou seja, que o patrimônio líquido futuro pode ser estimado através do patrimônio líquido do período anterior, o lucro esperado e os dividendos. Os dividendos são calculados a partir de uma fração constante do lucro. A partir de $T=12$ assume-se que os lucros residuais permanecem constantes.

3.2.2.3 Easton (2004)

$$P_t = \frac{(\hat{x}_{t+2} + CCP_{PEG} \cdot \hat{d}_{t+1} - \hat{x}_{t+1})}{CCP_{PEG}^2}$$

Fórmula 3

Este é um caso especial do modelo de crescimento anormal do lucro desenvolvido por Ohlson e Juettner-Nauroth (2005). Utiliza a projeção do lucro e dividendo por ação do ano

subsequente para derivar uma medida de crescimento anormal do lucro. Os dividendos são calculados a partir de uma fração constante do lucro projetado.

O modelo assume a hipótese de que o crescimento anormal do lucro persiste em perpetuidade após o período inicial. Nota-se que o modelo requer mudanças positivas nos lucros estimados (incluindo dividendos reinvestidos) para admitir uma solução numérica.

3.2.2.4 Ohlson e Juettner-Nauroth (2005)

$$P_t = \frac{\left(\frac{\hat{x}_{t+1}}{CCP_{OJ}} \right) \cdot \left(g_{cp} + CCP_{OJ} \cdot \frac{\hat{d}_{t+\tau}}{\hat{x}_{t+1}} - g_{lp} \right)}{(CCP_{OJ} - g_{lp})}$$

Fórmula 4

Este é um caso especial do modelo de crescimento anormal do lucro desenvolvido por Ohlson e Juettner-Nauroth (2005). Utiliza a projeção do lucro e dividendo por ação do ano subsequente, assim como estimativas das taxas de curto e longo prazo do crescimento anormal do lucro. Os dividendos são estimados a partir de um percentual constante dos lucros projetados. Seguindo Gode e Mohanram (2003) e Daske *et al.* (2009), a taxa de crescimento de curto prazo g_{cp} é estimada a partir da média entre a mudança percentual dos lucros projetados dos anos $t+1$ e $t+2$ e a mesma mudança percentual entre $t+4$ e $t+5$.

A taxa de crescimento de longo prazo g_{lp} incorpora a hipótese que o crescimento anormal do lucro por ação após o ano $t+1$ iguala a expectativa de inflação. É utilizado o IGP-M anualizado de um ano à frente. Nota-se que este procedimento estipula uma margem inferior para as estimativas do custo de capital.

3.2.2.5 Premissas dos modelos de custo de capital próprio implícito

Nesta seção delineiam-se os critérios e premissas utilizados para cálculo do custo de capital próprio. Para uma observação ser incluída na amostra, requer-se que haja no mínimo o preço corrente da ação na data (P_t), estimativas do lucro por ação dos analistas para dois períodos à

frente ($\hat{x}_{t+1}$ e $\hat{x}_{t+2}$) e, o lucro por ação projetado para o período $t+3$ ($\hat{x}_{t+3}$) ou uma estimativa da taxa de crescimento de longo prazo do lucro (tx_{lp}). Obtêm-se as informações de projeções da base da *Thomson One Analytics*. Se a projeção explícita para os períodos de $t+3$ até $t+5$ estiverem faltando, aplica-se a seguinte relação: $\hat{x}_{t+\tau} = \hat{x}_{t+\tau-1} \cdot (1 + tx_{lp})$. Alternativamente, se a taxa de crescimento longo prazo do lucro (tx_{lp}) estiver faltando, imputa-se o tx_{lp} do percentual de mudança nos lucros projetados entre os períodos $t+2$ e $t+3$. Nos principais testes, utilizam-se somente projeções e taxas de crescimento positivas. Todas as estimativas de projeção são obtidas do consenso dos analistas.

O preço da ação e a projeção dos analistas são mensurados no mês +4 (abril) depois do ano fiscal. Essa defasagem é escolhida para permitir que os dados financeiros, especialmente o lucro e o patrimônio líquido, estejam publicamente disponíveis e refletidos nos preços no momento em que é computado o custo de capital (Daske *et al.*, 2009). No entanto, isso implica que a projeção do lucro de um ano à frente é para um ano fiscal que termina oito meses depois (Dezembro). Para considerar esta apreciação no preço e manter a estimativa em termos anuais, desconta-se o preço do mês +4 (P_t) custo de capital por meio da expressão $[1 + CCP]^{-4/12}$. Este ajuste retorna uma estimativa anualizada do custo de capital ao mesmo tempo em que reflete o conjunto de informação disponível no mês +4 depois do final do ano fiscal.

Os dividendos são estimados até o horizonte limite de projeção como uma fração constante das expectativas de lucros futuros. Define-se o *payout* de dividendo (*DivPy*) como a média histórica de pagamentos dos últimos três anos. Se o valor é faltante ou fora do limite entre 0 e 1, troca-se pela mediana do *payout* da indústria.

$$DivPy = \frac{d_{t-3}/x_{t-3} + d_{t-2}/x_{t-2} + d_{t-1}/x_{t-1}}{3}$$

Fórmula 5

A mensuração das variáveis é resumida no quadro abaixo.

Quadro 3 - Mensuração das variáveis para cálculo do custo de capital

Variável	Símbolo	Descrição	Fonte
Preço de mercado	P_t	Preço de fechamento de abril	<i>Economática®</i>
Patrimônio Líquido	PL_t	Patrimônio Líquido por ação	<i>Economática®</i>
Lucro por ação esperado	$\hat{x}_{t+\tau}$	Projeção do lucro por ação dos analistas de mercado, ou estimado a partir da taxa de crescimento, $\hat{x}_{t+\tau} = \hat{x}_{t+\tau-1} \cdot (1 + tx_{lp})$ caso o lucro para algum período maior que $t + 2$ esteja ausente.	<i>Thomson One Analytics</i>
Patrimônio Líquido Esperado	$PL_{t+\tau}$	Patrimônio Líquido por ação do período anterior + lucro por ação - dividendos por ação.	<i>Economática®/ Thomson One Analytics</i>
Dividendo esperado	$\hat{d}_{t+\tau}$	Projeção do dividendo líquido por ação: payout do dividendo, $DivPy = \frac{d_{t-3}/x_{t-3} + d_{t-2}/x_{t-2} + d_{t-1}/x_{t-1}}{3}$ vezes a projeção do lucro por ação, $\hat{x}_{t+\tau}$.	<i>Economática® Thomson One Analytics</i>
Taxa de crescimento perpétua	g	Utiliza-se a índice IGP-M projetado de um ano à frente.	<i>Datastream</i>
Taxa de crescimento de Curto Prazo (CP)	g_{cp}	Média entre a mudança percentual dos lucros projetados dos anos $t+1$ e $t+2$ e a mesma mudança percentual entre $t+4$ e $t+5$.	<i>Thomson One Analytics</i>
Taxa de crescimento de Longo Prazo (LP)	g_{lp}	Utiliza-se a taxa de crescimento do PIB de longo prazo.	<i>Bloomberg</i>
Crescimento do lucro	tx_{lp}	Taxa de crescimento do lucro de longo prazo. Pode ser obtido pelas estimativas dos analistas (<i>Thomson One Analytics</i>) ou, na ausência, estimada pela diferença nos lucros de $t+2$ e $t+3$.	<i>Thomson One Analytics/ Estimção</i>

FONTE: Elaborado pelo autor com base em Hail e Leuz (2008).

Como as equações de *valuation* não possuem uma solução na forma fechada, utiliza-se um método iterativo de cálculo numérico (Método da Iteração Linear) para determinar a taxa interna de retorno, com aproximação de 0,01. Esta taxa interna de retorno representa o custo de capital calculado implicitamente. Neste método, as estimativas do custo de capital próprio são necessariamente positivas, resultando em aproximações numéricas não convergentes caso haja qualquer problema matemático nos cálculos (p. ex., divisão por zero ou custo de capital negativo).

Apesar do interesse para a presente análise, os modelos mensuração do custo de capital implícito possuem limitações metodológicas e empíricas. Por exemplo, os modelos requerem a hipótese que o consenso das projeções dos analistas são *proxies* razoáveis para as expectativas do mercado sobre os lucros futuros, que pode não ser sempre o caso (p. ex.,

Frankel e Lee, 1998; Easton e Sommers, 2007). Os modelos também limitam a amostra para as empresas que são cobertas por analistas de mercado e possuem projeções de lucro positivas. Adicionalmente, há preocupações de que as estimativas do custo de capital implícito podem sofrer de erro de mensuração, por exemplo, em virtude de atualizações viesadas ou intempestivas das projeções (Easton e Monahan, 2005; Guay *et al.*, 2005).

Em virtude da ausência de consenso na literatura sobre qual dos modelos melhor se aplica (p. ex. Botosan e Plumlee, 2002; Guay *et al.*, 2005), opta-se por utilizar todos os modelos simultaneamente mais a média entre eles. Esta média deve reduzir o erro de medida idiossincrático entre os modelos. A comparação entre os modelos deve endereçar as preocupações com os erros de medida.

Finalmente, dado o debate sobre a validade das estimativas, coletaram-se outras medidas associadas ao risco das empresas para verificar o grau de confiabilidade das estimativas (Beta, Tamanho, *Market-to-book* e Preço/Lucro). Este estudo de validação é apresentado na seção 4.

3.2.3 Liquidez de mercado

Utilizam-se três *proxies* para a liquidez de mercado da ação. Primeiro, analisa-se o *bid-ask spread* (BIDASK) percentual, que é usualmente utilizado como uma *proxy* para a assimetria de informação (Welker, 1995; Leuz e Verrecchia, 2000). Calcula-se a diferença entre o *bid* e o *ask* de fechamento de cada dia, e divide-se pelo ponto intermediário. Para se obter uma estimativa anual, calcula-se a mediana das medidas diárias. Segundo, utiliza-se uma medida de iliquidez sugerida por Amihud (2002), o Impacto no Preço (IMPP). A *proxy* intenciona capturar a habilidade do investidor em negociar a ação sem influenciar seu preço. Mensura-se o Impacto no Preço, seguindo-se Amihud (2002), pela mediana anual da mudança absoluta do preço diário por real de volume negociado. Por último, utiliza-se o *Turnover* da Ação (TURN), computado pelo volume de ações mensal dividido pela média do total de ações em poder do público. A medida anual é obtida pela mediana dos valores mensais. Seguem-se as fórmulas de cada *proxy*²⁰:

²⁰ *Bid-Ask Spread* é a mediana semestral do spread diário (i.e., diferença entre o *bid* e o *ask* dividido pelo ponto médio e medido no encerramento de cada dia em que houve pregão). *Impacto no Preço* é mensurado pelo retorno absoluto da mudança diária de preço da ação dividido pelo volume de negociação total. *Turnover da*

$$BIDASK_i = mediana \left(\frac{BidPrice_{it} - AskPrice_{it}}{P_{it,médio}} \right)$$

Fórmula 6

$$IMPP_i = mediana \left(\frac{|MaxPrice_{it} - MinPrice_{it}|}{Volume_{it}} \right)$$

Fórmula 7

$$TURN_i = mediana \left(\frac{Volume_{it}}{VM_{it}} \right)$$

Fórmula 8

Em que i representa a empresa e t os dias em que houve negociação entre 05/2007 e 10/2010; Volume é o valor médio diário da ação vezes o número de ações negociadas no dia; VM é o valor de mercado da companhia (valor da ação vezes o número de ações em poder do público).

3.2.4 Incentivos econômicos

As variáveis representantes dos incentivos econômicos no presente estudo capturam o grau em que a assimetria de informação pode influenciar a demanda por maior qualidade da contabilidade. Em particular, empresas possuem maior propensão a atender às práticas obrigatórias de convergência se possuem incentivos contratuais mais fortes. Estes incentivos contratuais são mensurados pelas características das companhias que são *proxy* para (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (vi) estrutura de

Ação é computado pelo volume mensal de ações negociadas dividido pela média do total de ações em poder do público (Bushee e Leuz, 2005).

propriedade e controle corporativo e (vii) empresa de auditoria externa. A seguir descrevem-se cada uma das referidas variáveis²¹.

3.2.4.1 Tamanho

Uma *proxy* do tamanho da empresa é inserida na análise dos incentivos. Beck *et al.* (2005) argumenta que empresas maiores estão mais propensas a depender de financiamentos de longo prazo e assim estão mais propensas a adotar melhores estruturas de governança e práticas de convergência. Da mesma maneira, se o custo de implantação das mudanças é uma barreira econômica às empresas, espera-se que maior atendimento às práticas de convergência esteja associado com empresas maiores. Estima-se o tamanho da empresa pelo ativo total, conforme abaixo:

$$TAM_i = \ln(AT_{it})$$

Fórmula 9

Em que *i* representa a empresa e *t* o período sob análise (2006 - 2010); A variável AT é o ativo total, obtida diretamente da base Economática®.

3.2.4.2 Expectativa de oportunidades de crescimento

Companhias com fortes oportunidades de crescimento estão propensas a precisar de financiamento externo para custear os correntes e futuros projetos de investimento. Estas companhias precisam de alguma forma, se comprometer voluntariamente a não expropriar seus investidores por meio da adoção de práticas contábeis mais rigorosas. No entanto, fricções de mercado podem tornar esse financiamento externo custoso. (Myers e Majluf, 1984). Easley e O'Hara (2004) notam que as empresas podem influenciar seus custos de capital por meio da precisão e da quantidade de informação divulgada para os investidores. Em particular, os autores notam que isto pode ser atingido por meio da seleção do modelo

²¹ Os valores para cálculo das variáveis desta seção foram obtidos da base financeira Economática®, exceto se indicado o contrário.

contábil de divulgação da empresa. Apesar disto, considerando que as práticas contábeis internacionais sejam mais informativas, este efeito tende a ser minimizado neste caso.

Como resultado empresas com maiores oportunidades de crescimento e demanda por capital externo estão mais propensas a assumirem o compromisso de produzirem mudanças materiais em sua divulgação corporativa por meio da adoção do IFRS. A oportunidade de crescimento da empresa é mensurada pelo índice *market-to-book* (MTB), relacionado a seguir:

$$OCR_i = \frac{VM_{it}}{PL_{it}}$$

Fórmula 10

Em que i representa a empresa e t o período sob análise (2006 - 2010); VM é o valor de mercado da companhia (valor da ação vezes o número de ações em poder do público); PL é valor patrimonial, calculado pelo valor do patrimônio líquido contábil da companhia.

3.2.4.3 Necessidade de financiamento

A necessidade de financiamento externo é medida pelo atual índice de financiamento da empresa (passivo oneroso sobre patrimônio líquido), conforme descrito a seguir:

$$END_i = \frac{PO_{it}}{PL_{it}}$$

Fórmula 11

Em que i representa a empresa e t o período sob análise (2006 - 2010); PO é o passivo oneroso composto pelos passivos geradores de encargos financeiros (obtidos no Economática® pelos empréstimos e financiamentos); PL é o valor patrimonial, calculado pelo valor do patrimônio líquido contábil da companhia.

Espera-se que estas variáveis estejam positivamente associadas ao atendimento das práticas de convergência e sejam determinantes para a relação entre as consequências econômicas (custo de capital e liquidez de mercado) e o atendimento das práticas de convergência.

3.2.4.4 Exposição ao mercado internacional

Outro fator que se examina é a exposição ao mercado internacional. Importantes trabalhos na literatura contábil sugerem que a exposição ao mercado de capitais americano é um caminho para companhias superarem o fraco ambiente institucional em seus países de origem (Coffee, 1999; Stulz, 1999). Consistente com esta noção, estudos mostram que a exposição a mercado de capitais estrangeiros possui efeitos significantes no valor das companhias em relação àquelas que não são expostas (p. ex., Doidge 2004; Doidge *et al.*, 2004, 2007).

Uma questão importante é se esta exposição afeta o custo de capital e liquidez de mercado das companhias. Argumenta-se que a exposição ao mercado de capitais internacional fortalece a proteção ao investidor não controlador, tornando mais fácil a captação de recursos externos (Reese e Weisbach, 2002; Doidge *et al.*, 2004). Mais ainda, a listagem em bolsas estrangeiras usualmente está associada com o aumento da divulgação corporativa, em função da necessidade de atendimento aos requerimentos de órgãos reguladores externos. Este aumento substancial na divulgação pode consequentemente possuir impactos no custo de capital e aumento da liquidez de mercado (Verrecchia, 2001; Lambert *et al.*, 2007). Um último argumento sugere que a exposição a mercados de capitais internacionais pode aumentar o portfólio de escolha do investidor e reduzir segmentações de mercado, o que consequentemente pode produzir impactos tanto na liquidez quanto no custo de capital das companhias (Merton, 1987). A exposição a mercados estrangeiros é mensurada neste trabalho por uma variável *dummy* indicando a emissão ou não de ADRs em qualquer segmento.²²

3.2.4.5 Estrutura de propriedade e controle

A forma legal de constituição da companhia pode também influenciar a habilidade da empresa de suprir suas necessidades de capitais. Trabalhos presentes na literatura internacional procuraram verificar a influência de aspectos da estrutura de propriedade das companhias sobre o nível de informatividade da contabilidade (Warfield *et al.*, 1995; Fan e Wong, 2002; Francis *et al.*, 2005; Wang, 2006; Piotroski *et al.*, 2007). Ball (2006) e Nobes (2006) analisam

²² Obtido no diretório do Banco New York Mellon sobre *Depository Receipts*. Disponível em: http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp. Acesso em: fevereiro/2011.

como diferenças na concentração da propriedade influenciam o desenvolvimento da regulação contábil local e sugerem que a estrutura de propriedade e controle tende a influenciar a implantação do IFRS.

No mercado brasileiro, devido às possibilidades de construção de estruturas piramidais de controle por meio de emissão de ações preferenciais, os acionistas controladores tendem a deter maior quantidade de direitos de votos em relação a direitos de fluxo de caixa, em sua participação acionária (Sarlo Neto, 2009). Essa divergência entre direitos em sua participação, da mesma forma que a concentração de votos, pode proporcionar ao acionista controlador um incentivo para expropriar o acionista minoritário. Caso o acionista controlador detenha grande divergência entre direitos em sua participação, ele arcará com pequena parcela dos custos de sua expropriação. Neste sentido, prevê-se que empresas com menor concentração de controle e menor divergência de direitos são mais propensas a adotar os novos dispositivos convergentes aos padrões internacionais, de forma que perfaça mudanças materiais nas suas políticas contábeis.

No presente estudo, a estrutura de propriedade é analisada por intermédio das seguintes características: concentração de votos (CV) e divergência de direitos (IDD). A concentração de votos corresponde ao montante de direitos de votos em poder de um acionista (ou grupo de acionistas) em relação ao total de votos em uma empresa. O excesso de votos se refere à quantidade de votos que o acionista majoritário possui além do número suficiente para que se consiga manter no controle absoluto da empresa. A divergência de direitos representa a assimetria entre os direitos de votos (ações ordinárias) e os direitos de fluxo de caixa (ações preferenciais) do acionista controlador, indicando potencialmente um conflito entre acionistas majoritários e minoritários (Carvalho da Silva, 2004).

Analisa-se a composição acionária indireta. Acionistas diretos são aqueles que possuem ações da própria companhia. Serão considerados todos os acionistas com mais de 5% do capital votante, uma vez que esse é o limite para identificação obrigatória dos acionistas no Brasil. Composição indireta diz respeito a acionistas que detêm a propriedade da empresa em última instância. Tendo em vista que as companhias brasileiras possuem ações com e sem direito a voto, considera-se a concentração de propriedade pela medida da participação do maior acionista no total das ações da empresa (Carvalho da Silva, 2004).

A metodologia de cálculo da participação indireta baseou-se na literatura nacional e internacional, em especial, Carvalho da Silva (2004) e La Porta *et al.* (1998, 2002). Dessa forma, a composição acionária é analisada para trás até que fosse possível classificar os verdadeiros proprietários em um dos seguintes grupos: indivíduos ou famílias, investidores estrangeiros (tanto indivíduos quanto instituições), governo, investidores institucionais (bancos, companhias de seguros, fundos de pensão ou fundos de investimento). A seguir, apresentam-se as fórmulas das *proxies* utilizadas.

Concentração de Votos (*CV*): é calculado pela quantidade de votos que o maior acionista controlador possui sobre o total de votos.

$$CV_{it} = \frac{QV_{it}}{TV_{it}}$$

Fórmula 12

Índice de Divergência entre Direitos (*IDD*): mensura a divergência entre direitos (fluxo de caixa versus votos) a partir da relação entre a participação nos direitos a fluxo de caixa e a participação nos direitos de voto presentes na participação do maior acionista controlador de uma determinada empresa.

$$IDD_{it} = 1 - \frac{FC_{it}}{QV_{it}}$$

Fórmula 13

Em que CV_{it} é a concentração de votos; QV_{it} é a quantidade de votos do maior acionista controlador da empresa; TV_{it} é o total de votos da empresa; IDD_{it} o índice de divergência entre direitos; e FC_{it} , a quantidade de direito de fluxo de caixa do maior acionista controlador da empresa.

3.2.4.6 Desempenho corporativo

Existem várias definições operacionais para esta variável. Neste estudo utiliza-se a mensuração do desempenho corporativo relacionada a indicadores contábeis. Utiliza-se o retorno sobre o ativo (ROA). Os dados contábeis são referentes ao respectivo exercício social e são obtidos anualmente.

ROA (*return on assets*): é o lucro operacional após impostos (LO) sobre o ativo total médio (AT) da companhia no período. É definido por:

$$ROA_{it} = \frac{LO_{it}}{AT_{it}}$$

Fórmula 14

3.2.4.7 Auditoria externa

Utilizou-se variável binária para representar companhias auditadas por empresas de auditoria *big four*. Atribui-se valor 1 para as empresas auditadas pelas companhias Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PwC, e 0 para as demais. Não se faz distinção entre as quatro empresas de auditoria, atribuindo-se igual peso para todas elas.

3.2.5 Variáveis de controle

Seguindo Hail e Leuz (2006), Daske *et al.* (2009) e Lopes e Alencar (2008) utiliza-se, como orientação geral nas regressões, além dos incentivos econômicos as variáveis de controle Beta ($BETA^{23}$), Erro na projeção dos analistas ($AERR^{24}$), Número de analistas (NUM^{25}), variáveis de Negociação (Volume Financeiro, Quantidade de Negócios ou Quantidade de Títulos),

²³ O Beta é computado utilizando-se cotações dos últimos 60 meses, ajustado pelo valor de proventos, obtido diretamente do *Economática*.

²⁴ O erro na estimação do lucro dos analistas é mensurado valor absoluto da diferença percentual entre o consenso do lucro por ação projetado e o preço real (dividido pelo ativo total). As informações sobre projeções do lucro são obtidas do *Thomson One Analytics*. Disponível em https://www.thomsononeim.com/s-log_in.asp, acesso de 12/03/2010 a 16/03/2010.

²⁵ Obtido diretamente do site do *Thomson One Analytics*. Disponível em https://www.thomsononeim.com/s-log_in.asp, acesso de 12/03/2010 a 16/03/2010

Lucro/Preço (L/P^{26}), *Dummy* do ano em questão e *Dummy* do setor de atividade. Cada equação pode conter controles distintos, ou não conter todas elas, em função da sua eliminação por critérios econométricos. Acredita-se com estas variáveis de controle mitigar as preocupações levantadas por Ruland *et al.* (2007) para este tipo de estudo, assim como considerar características específicas do ambiente brasileiro que se associa ao custo de capital.

BETA controla para o componente de mercado do custo de capital individual da companhia. *AERR* controla o erro na projeção do analista. O erro na projeção do lucro dos analistas visa capturar se o nível de Atendimento às práticas está associado à dificuldade do analista em projetar o lucro da empresa. Computa-se esta variável para reduzir, pelo menos em parte, um problema amostral que pode surgir no cálculo do custo de capital. A razão é que é possível que o processo de convergência contábil prejudique a habilidade do analista em projetar o lucro, pelo menos no período de convergência. Outra justificativa, esta mais sutil, é que qualquer viés introduzido pela projeção dos analistas pode afetar mecanicamente a estimativa implícita do custo de capital próprio se o mercado é contaminado pelo viés. *ANUM* controla o efeito do elevado ou baixo acompanhamento da ação por analistas nas relações de estudo.

3.3 Amostra e coleta de dados

A amostra é composta por todas as empresas listadas na Bovespa cuja informação sobre projeção de lucro dos analistas está disponível no *Thomson One Analytics*, nos anos de 2008 e 2009. É importante notar que as estimativas dos analistas são fundamentais para aplicação dos modelos de cálculo do custo de capital implícito sugeridos pela literatura. Portanto, ao enfrentar o *trade-off* entre quantidade de observações e precisão das estimativas, optou-se por priorizar a segunda alternativa. Neste sentido, restringe-se a análise apenas para as empresas que possuem, pelo menos, estimativas dos analistas do lucro por ação para dois anos à frente e, uma estimativa do lucro por ação para o período $t + 3$ (x_{t+3}) ou uma estimativa da taxa de crescimento de longo prazo (tx_{lp}). Este procedimento totaliza um número final de 148 companhias para a amostra, que avaliadas dois anos resultam em 296 observações.

²⁶ A variável é mensurada pelo lucro líquido por ação dividido pelo preço individual da ação no final do exercício.

As projeções de lucro dos analistas de mercado são obtidas da *Thomson One Analytics*, e os dados sobre projeções de crescimento de longo prazo do *Datastream* e da *Bloomberg*, conforme Quadro 3. Os demonstrativos completos da companhia são obtidos do site da Comissão de Valores Mobiliários²⁷. As variáveis de liquidez (BIDASK, IMPP e TURN) são calculadas por meio de dados obtidos em bases diárias do *Datastream*. A participação acionária indireta dos acionistas declarados como controladores é obtida pelo Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT), disponibilizado na Comissão de Valores Mobiliários e pelo banco de dados da Infoinvest²⁸. Este procedimento é similar ao utilizado por Silveira (2004) e Sarlo Neto (2009). As informações sobre ADRs foram obtidas do diretório do Banco New York Mellon sobre *Depository Receipts*²⁹. As demais variáveis foram obtidas diretamente ou por meio de operações com dados obtidos do Economática®.

Apesar do número limitado da amostra, Bushman *et al.* (2004) observa que intermediários informacionais na forma de analistas de mercado exercem efetivo impacto no ambiente informacional da empresa. Neste sentido, em pesquisa recente, Armstrong *et al.* (2010) documenta que a reação à adoção do IFRS depende diretamente do ambiente informacional do país e do grau de assimetria de informação presente. Portanto, considerando o estágio em desenvolvimento do mercado de análise financeira no Brasil, o papel dos relatórios financeiros tende a ser importante fonte de obtenção de informações financeiras sobre as companhias. Assim, estudos em economias emergentes se destacam como importantes laboratórios para análise do efeito da adoção das práticas internacionais.

Existe um segundo contraponto em relação ao escopo da amostra. Os estudos internacionais, geralmente conduzidos em economias desenvolvidas, utilizam quantidades de observações (empresas entre países e acompanhadas no tempo) consideravelmente superiores a esta pesquisa (p. ex., Cuijpers e Buijink, 2005; Barth *et al.*, 2008; Daske *et al.*, 2009). Ao contrário, este estudo se concentra no elevado volume de descrições particulares das companhias, manualmente coletadas. Neste sentido, o presente estudo se beneficia de análise específica do contexto das companhias brasileiras, permitindo detalhada avaliação do atendimento das práticas de convergência inseridas pela legislação local. Os estudos *cross-country* internacionais usualmente analisam genericamente a adoção das práticas

²⁷ Site: <http://www.cvm.gov.br>, acesso em 03.05.2010.

²⁸ Site: <http://www.infoinvest.com.br>, acesso em 14.11.2010.

²⁹ Site: http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp, acesso em 26.12.2010)

internacionais, exatamente pela impossibilidade de avaliação dentro de um contexto mais detalhado. Ademais, conforme exposto por Holthausen (2003), há relativo desconforto da literatura quanto à efetiva capacidade dos estudos *cross-country* em controlar adequadamente para os diferentes ambientes institucionais entre as jurisdições. Nesta linha, é importante destacar que a contribuição da presente análise para a pesquisa internacional não é estender os resultados aqui obtidos diretamente para outras economias, mas compartilhar a experiência do caso brasileiro para que, a partir dela, diferentes jurisdições analisem o seu próprio contexto.

4 VALIDAÇÃO DAS PROXIES

Nesta seção, com intuito de verificar o grau de confiabilidade das *proxies* utilizadas, realizam-se análises individuais da consistência interna das variáveis “custo de capital próprio” e “liquidez de mercado”. A validade de uma variável depende da sua capacidade de representar o constructo à qual é chamada.

Em termos do custo de capital próprio, reconhece-se o problema que pode existir na medida implícita da variável caso haja algum viés sistemático (intencional ou não) nas estimativas de lucro dos analistas. Além disso, reconhecem-se os debates sobre a validade de estimativas implícitas do custo de capital abordados por Botosan e Plumlee (2002) e Guay *et al.* (2005). Para suprimir estas questões empírico-metodológicas, coletaram-se outras medidas associadas ao risco das companhias para verificar o grau de confiabilidade das estimativas (Beta, Tamanho, *Market-to-book* e Preço/Lucro).

Para estudar a validade empírica do CCP, baseou-se principalmente em Penman (1996) e Fama e French (1992, 1993). Os autores estabelecem que o custo de capital deva ser positivamente correlacionado com Lucro/Preço (L/P) e Beta (BETA), e negativamente correlacionado com o Tamanho (AT) e o *Market-to-book* (MTB)³⁰. Penman (1996) argumenta que o índice L/P pode ser utilizado para estimar o custo de capital, mas somente nas raras situações em que o lucro esperado futuro é uma função do lucro corrente ajustado por uma taxa que iguala o custo de capital. Mesmo que não seja possível utilizar o índice como *proxy* para o custo de capital, Penman (1996) apresenta no mínimo evidências que a variável seja correlacionada ao risco das companhias, sendo este motivo suficiente para inclusão do L/P na presente análise. O modelo de três fatores de Fama e French (1992, 1993) motivam as demais medidas (AT, BETA e MTB).

Por último, inclui-se o erro na estimativa do lucro dos analistas de mercado (AERR) e o número de analistas que acompanham a ação (ANUM) na análise de validação do CCP. Estas variáveis são adicionadas em função das medidas do custo de capital implícito basearem-se

³⁰ O *Market-to-Book* é obtido pelo valor de mercado - valor da ação vezes o número total de ações - dividido pelo patrimônio líquido, mensurados no final do exercício.

em projeções. Se o nível de erro na projeção dos analistas está vinculado ao grau de assimetria de informações entre os participantes do mercado e as empresas, espera-se que o analista utilize uma taxa de desconto maior em seus modelos de estimação. Por outro lado, um maior número de analistas que acompanham a ação pode ser consequência da maior importância e do desempenho da companhia, o que tende a favorecer, *ceteris paribus*, a utilização de menores taxas de descontos. Portanto, a expectativa é que AERR e ANUM sejam, respectivamente, positivamente e negativamente correlacionados com o CCP.

Em termos da liquidez de mercado, além das variáveis do estudo (BIDASK, IMPP e TURN), coletam-se outras quatro variáveis relacionadas à liquidez das companhias. Estas variáveis são: (i) volume de negociação (VOLUME), (ii) quantidade de negócios da ação (QNEG), quantidade de títulos negociados (QTIT) e uma medida de liquidez computada pelo Economática® (LIQ)³¹. Espera-se que o *Bid-Ask Spread*, por possuir componentes de custos de transação (Welker, 1995), esteja negativamente correlacionado com o *Turnover da Ação* e demais variáveis de negociação (VOLUME, QNEG, QTIT e LIQ). A associação negativa entre um maior volume ou quantidade de negócios/títulos transacionados e a menor diferença entre a maior oferta de compra e a menor oferta de venda explicam a relação. Por outro lado, espera-se que o *Bid-Ask Spread* esteja positivamente correlacionado com o *Impacto no Preço*, refletindo a maior habilidade dos investidores influenciarem os preços das ações quanto maior for a assimetria de informações (maiores custos de transação). A interpretação dos sinais esperados da correlação do *Impacto no Preço* (IMPP) com as demais variáveis é semelhante ao *Bid-Ask Spread* (BIDASK), enquanto para o *Turnover da Ação* (TURN), a interpretação é opostamente análoga.

³¹ As variáveis VOLUME, QNEG e QTIT são médias semestrais das respectivas variáveis Volume Financeiro, Quantidade de Negócios e Quantidade de Títulos obtidas diretamente do Economática® em bases diárias. LIQ é o Índice de Liquidez em Bolsa (ILB) que considera o número de dias em que houve negócio, número de negócios da ação em análise e o volume monetário de negócios. A fórmula utilizada para cálculo da variável é dado por:

$$LIQ = 100 \cdot \left(\frac{p}{P} \right) \cdot \sqrt{\left(\frac{n}{N} \right) \cdot \left(\frac{v}{V} \right)}$$

Em que: p é o número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado; P é o número total de dias do período analisado; n é o número de negócios com a ação no período analisado; N é o número de negócios com todas as ações no período analisado; v é o volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado; V é o volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

4.1 Validação: custo de capital próprio implícito

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das cinco estimativas implícitas do custo de capital próprio, calculados a partir dos quatro modelos (Claus e Thomas, 2001; Gebhardt *et al.*, 2001; Easton - PEG modificado, 2004; e Ohlson e Juettner-Nauroth, 2005) e da média entre eles nos períodos de 2006, 2007, 2008 e 2009. Para todas as cinco estimativas, tanto a média quanto a mediana ficaram entre 9% e 22%. O desvio padrão variou entre um mínimo de 5,3% (CCP_{GLS}) e um máximo de 8,3% (CCP_{PEG}), apresentando medidas relativamente estáveis. Adicionalmente, os maiores valores de desvios padrões ocorrem no ano de 2008 para todas as estimativas de CCP, o que é coerente com o período crítico da última grande crise financeira. Este resultado sugere a existência de expectativa de maior taxa de desconto dos analistas, em virtude da presença de incertezas sistêmicas no mercado neste período.

Tabela 1 - Estatística descritiva do custo de capital implícito

<i>Var</i>	<i>Ano</i>	<i>Núm</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mín</i>	<i>P25% (1Q)</i>	<i>P75% (3Q)</i>	<i>Máx</i>
<i>CCP_{MR}</i>	2006	77	14.0%	13.3%	4.2%	7.7%	11.2%	16.0%	30.4%
	2007	127	14.9%	13.7%	4.3%	6.2%	12.0%	17.8%	26.0%
	2008	132	18.4%	16.7%	6.7%	6.2%	13.4%	22.5%	43.2%
	2009	137	12.8%	12.6%	4.5%	3.1%	10.0%	14.7%	38.4%
	Am. Tot.	473	15.1%	13.7%	5.6%	3.1%	11.5%	17.8%	43.2%
<i>CCP_{CT}</i>	2006	71	12.3%	11.6%	3.5%	5.6%	10.1%	13.4%	26.2%
	2007	119	13.6%	12.8%	4.2%	6.1%	11.0%	15.6%	28.0%
	2008	124	17.5%	16.4%	6.9%	7.1%	12.8%	20.3%	46.0%
	2009	130	11.8%	11.4%	3.9%	6.1%	9.8%	13.2%	41.8%
	Am. Tot.	444	14.0%	12.6%	5.4%	5.6%	10.5%	15.7%	46.0%
<i>CCP_{GLS}</i>	2006	73	11.9%	11.0%	5.0%	1.0%	8.2%	15.3%	27.5%
	2007	123	11.6%	10.9%	4.5%	2.3%	8.7%	14.5%	26.5%
	2008	123	14.9%	14.5%	5.6%	4.3%	10.6%	19.5%	32.9%
	2009	129	9.8%	9.2%	4.4%	0.9%	7.2%	12.1%	26.1%
	Am. Tot.	448	12.1%	11.0%	5.3%	0.9%	8.5%	15.3%	32.9%
<i>CCP_{OJ}</i>	2006	61	15.4%	13.8%	5.3%	5.4%	11.7%	18.1%	33.4%
	2007	109	16.8%	15.7%	4.4%	6.8%	13.9%	19.7%	30.7%
	2008	99	21.8%	19.8%	8.9%	7.2%	15.4%	25.1%	48.2%
	2009	108	15.1%	14.3%	4.5%	6.3%	12.4%	17.4%	34.1%
	Am. Tot.	377	17.4%	15.8%	6.6%	5.4%	13.2%	20.5%	48.2%
<i>CCP_{PEG}</i>	2006	63	17.5%	16.2%	7.1%	5.3%	12.7%	19.8%	37.1%
	2007	111	19.1%	17.2%	7.3%	6.6%	13.6%	23.0%	40.8%
	2008	93	20.7%	18.1%	10.5%	4.8%	12.6%	27.3%	48.9%
	2009	103	17.0%	16.2%	7.4%	3.4%	11.2%	20.9%	47.3%
	Am. Tot.	370	18.7%	16.5%	8.3%	3.4%	12.6%	23.0%	48.9%

A Tabela 2 apresenta o resultado das correlações de Pearson³² para todas as estimativas de custo de capital próprio e para as demais variáveis relacionadas ao risco, abordadas pela literatura (Penman, 1996; Fama e French, 1992; 1993). A medida de custo de capital médio (CCP_{MD}) possui correlações de Pearson iguais a 87,2%; 78,4%; 87,4% e 84,4% (significantes ao nível 1%) respectivamente com os modelos CCP_{CT} , CCP_{GLES} , CCP_{OJ} e CCP_{PEG} . Os resultados concordam com o estudo de Hail e Leuz (2006), que utilizam os mesmos modelos em 40 países ao longo de 10 anos e encontram valores de correlação para o custo de capital médio que variam entre 75% e 96%. Portanto, apesar de a presente análise considerar uma amostra significativamente inferior à empregada por Hail e Leuz (2006) (35.118 firmas-ano), os resultados sugerem não haver diferenças significantes na aplicação das premissas teóricas de cada um dos quatro modelos para o mercado brasileiro. As demais correlações entre as diferentes medidas de CCP são todas elevadas, positivas e significantes a 1%.

³² O coeficiente de Pearson foi utilizado depois de confirmado a hipótese de que as variáveis de custo de capital próprio se aproximam da distribuição normal, através dos testes de *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk*.

Tabela 2 - Análise de correlação do custo de capital e variáveis relacionadas ao risco

	CCP _{MD}	CCP _{CT}	CCP _{GLES}	CCP _{OJ}	CCP _{PEG}	BETA	ln(AT)	MTB	P/L	AERR	ANUM
CCP_{MD}	1										
<i>Sig. (2-tailed)</i>											
CCP_{CT}	0,872*	1									
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000										
CCP_{GLES}	0,784*	0,631*	1								
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,000									
CCP_{OJ}	0,874*	0,770*	0,595*	1							
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,000	0,000								
CCP_{PEG}	0,844*	0,562*	0,500*	0,562*	1						
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,000	0,000	0,000							
BETA	0,115**	0,109**	0,096***	0,031	0,135**	1					
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,020	0,032	0,061	0,577	0,017						
ln(AT)	-0,157*	-0,205*	-0,073	-0,138*	-0,168*	-0,155*	1				
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,001	0,000	0,127	0,008	0,001	0,001					
MTB	-0,187*	-0,095**	-0,191*	-0,185*	-0,214*	-0,129*	0,259*	1			
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,054	0,000	0,001	0,000	0,008	0,000				
L/P	0,132*	0,120**	0,247*	0,270*	0,015	0,027	-0,024	-0,233*	1		
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,009	0,021	0,000	0,000	0,791	0,595	0,622	0,000			
AERR	0,084***	0,063	0,054	0,104***	0,060	-0,028	0,405*	0,153*	0,155*	1	
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,078	0,202	0,269	0,051	0,265	0,588	0,000	0,001	0,003		
ANUM	-0,174*	-0,125*	-0,106**	-0,105**	-0,300*	-0,078	0,466*	0,171*	-0,001	0,022	1
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,009	0,027	0,046	0,000	0,117	0,000	0,000	0,985	0,640	

*, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

As demais correlações entre as medidas de CCP e as variáveis relacionadas ao risco das companhias sugerem conformidade com o previsto pela literatura. Observa-se que as estimativas do custo de capital próprio são, em geral, positivamente correlacionadas com o BETA, o L/P e o AERR, e negativamente correlacionadas com o AT, o MTB e o ANUM. A significância estatística é obtida na maioria dos casos, com exceção de AERR que apresenta significância apenas com duas medidas: CCP_{MD} e CCP_{OJ} . Apresenta-se a seguir a síntese dos resultados encontrados das demais variáveis:

- O BETA, apesar de apresentar valores de correlações relativamente baixos em relação ao CCP (maior valor de 13,5% - CCP_{PEG}), apresenta significância estatística ao nível de 10% com todas as medidas de CCP, com exceção de CCP_{OJ} .
- L/P apresenta maior valor de correlação de 27% (CCP_{OJ}), significativo estatisticamente a 1%. A *proxy* não apresenta significância estatística aos níveis usuais³³ apenas com CCP_{PEG} .
- AT, MTB e ANUM apresentam correlação de Pearson negativa e significativa estatisticamente com todas as medidas de CCP (com exceção de AT x CCP_{GLES}). Os máximos valores encontrados são, respectivamente, 20,5%, 21,4% e 30% para AT, MTB e ANUM.

Os resultados obtidos pelas análises de correlação de Pearson apresentam fortes indícios que o CCP representa uma boa *proxy* para o risco individual das empresas. Apesar das *proxies* de CCP não incorporarem todas as informações contidas nas variáveis relacionadas ao risco, pois o percentual de correlação é, na maioria das vezes, relativamente baixo, a direção e a significância estatística são suficientemente consistentes com o que se espera das estimativas.

A seguir, as Tabelas 3 e 4 apresentam as análises de regressão do CCP explicado pelas demais variáveis de risco, considerando respectivamente dois métodos de estimação: dados agrupados³⁴ e painel efeitos fixos. Os resultados da Tabela 3 mostram que, consistentemente com as análises de correlação anteriores, existe uma relação positiva entre o custo de capital próprio e o BETA (CCP_{MD} e CCP_{OJ}), L/P (exceção CCP_{CT}) e AERR (CCP_{GLES}). Da mesma

³³ Consideram-se níveis estatísticos usuais: *, ** e ***, respectivamente 1, 5 e 10%.

³⁴ Nesta abordagem agrupam-se os dados de todas as observações nos quatro períodos da análise (2006-2009) não diferenciando as observações inter temporalmente. Esta abordagem é também referenciada na literatura como “*pooling*” (Wooldridge, 2006).

maneira, o CCP apresenta relação negativa com o AT (exceção CCP_{GLES}) e o MTB (CCP_{CT} e CCP_{GLES}), todas significantes aos níveis usuais de significância. Os R^2 das regressões apresentam um máximo de 58,1% e um mínimo 47,6%. A variável ANUM não foi adicionada nas regressões por critério de colinearidade com o AT. Já AERR não apresenta relação estatisticamente significativa na maioria dos casos. Ademais, todas as regressões são estimadas com erros padrões robustos à heterocedasticidade.³⁵

Tabela 3 - Análise de Validação dos modelos de Custo de Capital Próprio: MQO

<i>Modelos estimados por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)</i>					
Variáveis Independentes	Modelos de Custo de Capital Implícito como Variáveis Dependentes				
	Média - CCP_{MD}	Claus e Thomas (2001) - CCP_{CT}	Gebhardt <i>et al.</i> (2001) - CCP_{GLES}	Easton (2004) - CCP_{PEG}	Ohlson e Juettner-Nauroth (2005) - CCP_{OJ}
Variáveis relacionadas ao risco:					
BETA	0.974*** 1.640	0.800 1.480	0.868 1.340	-0.136 -0.170	2.531* 2.800
ln(AT)	-4.796* -2.790	-6.345* -4.140	-2.222 -1.230	-7.129* -3.130	-8.084* -2.820
Market-to-book (MTB)	4.830 0.340	-18.90*** -1.750	-23.40** -1.780	12.500 0.770	29.000 1.320
L/P	1.930* 8.000	4.230 1.240	9.790*** 1.760	15.59*** 1.650	2.310* 4.630
AERR	2.320 0.910	-0.217 -0.160	6.290*** 2.310	4.790 0.820	6.740 0.970
Intercepto	0.213* 7.740	0.226* 9.340	0.145* 4.940	0.287* 7.950	0.280* 6.160
Efeitos Fixos	não	não	Não	não	não
R²	51,2%	47,6%	51,1%	58,1%	54,0%
# Observações	378	358	361	290	300
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

Entretanto, observa-se a partir da Tabela 3 que nem sempre todas as variáveis apresentam significância estatística conforme sugeriria a literatura. Para tratar esta questão, estimam-se as regressões da Tabela 4, utilizando a abordagem de dados em painel efeito fixos. A ideia conceitual por traz da metodologia se resume basicamente ao controle dos fatores omitidos na regressão que são fixos ao longo do tempo, mas que possuem relevância na explicação da variável dependente. Um destes elementos, por exemplo, é o setor de atividade das companhias, que pode exercer influência sobre o grau de risco intrínseco do negócio, mas não varia sistematicamente entre os períodos (com exceção para as companhias que alteram seu

³⁵ Os testes de heterocedasticidade rejeitam a hipótese nula de homocedasticidade na variância dos erros.

ramo de atividade).³⁶ Neste sentido, a metodologia usual de painel efeitos fixos é útil para o controle destes elementos constantes no tempo, e objetiva evitar o viés dos coeficientes da regressão causado devido a não aderência do modelo aos pressupostos econométricos.

Tabela 4 - Análise de Validação dos modelos de Custo de Capital Próprio: Painel EF

<i>Modelos estimados por dados em painel (Efeitos Fixos)</i>					
Variáveis Independentes	Modelos de Custo de Capital Implícito como Variáveis Dependentes				
	Média - CCP _{MD}	Claus e Thomas (2001) - CCP _{CT}	Gebhardt <i>et al.</i> (2001) - CCP _{GLS}	Ohlson e Juettner- Nauroth (2005) - CCP _{OJ}	Easton (2004) - CCP _{PEG}
Variáveis relacionadas ao risco:					
Beta	1.822***	1.498	1,696***	0.793	0.034*
	1.880	1.250	1.920	0.640	2.610
ln(AT)	-1.605*	-2,031*	-1,576*	-2,780***	-1,784**
	-4.770	-4.310	-4.350	-5.280	-2.520
Market-to-book (MTB)	-2.250***	-3,260***	-2.710	-4,730**	-3,690***
	-1.650	-1.810	-1.330	-2.360	-1.930
L/P	2.430***	5,300**	4,740**	1,770**	5,100
	1.740	2.200	2.110	1.650	0.830
AERR	3.700	3.480	4,750***	1,440*	1,052***
	1.490	1.230	1.640	2.990	1.660
Intercepto	0.375*	4,311*	3,404*	5,919*	4.185*
	7.420	5.730	6.060	7.430	3.850
Efeitos Fixos	incluído	Incluído	incluído	incluído	incluído
R²	47,4%	58,7%	46,6%	56,8%	33,3%
# Observações	378	358	361	300	290
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

A Tabela 4 apresenta as regressões do CCP pelas *proxies* de risco das companhias estimadas por dados em painel efeito fixo. Neste caso, os coeficientes apresentam significância estatística com maior frequência, e sistematicamente entre as regressões com diferentes medidas de CCP.

As relações entre as variáveis, conforme previsto pela literatura, indicam, novamente e com maior robustez, significância estatística para o BETA, AT, MTB e L/P. O R² das regressões com diferentes medidas de CCP fica em torno de 50%. Apesar de não se observar incremento nos R²s em relação à primeira análise, o aumento na frequência da significância estatística dos

³⁶ Uma segunda abordagem para o controle específico do setor de atividade seria a inclusão de *dummies* individuais por setor. No entanto, julgou-se mais eficaz a estimação com dados em painel efeitos fixos em virtude do método das variáveis *dummy* (i) não controlar outros potenciais fatores constantes no tempo e (ii) resultar em perda significativa de graus de liberdade.

coeficientes aos níveis usuais de significância sugere a potencial influência de fatores constantes no tempo, conforme discutido. Assim, apesar de ligeiramente semelhantes, a análise com dados em painel efeitos fixos resulta em estimadores mais confiáveis.³⁷

Em resumo, os resultados apresentam indício que o CCP possui relação positiva estatisticamente significativa com o BETA (CCP_{MD} , CCP_{GLES} e CCP_{PEG}) e com o L/P (todos os CCP) e negativa com o AT (todos os CCP) e o MTB (exceção de CCP_{GLES})³⁸. Esse resultado é importante, pois reforça a hipótese que o CCP implícito está relacionado ao constructo risco das empresas, uma vez que há indícios que as variações em outras *proxies* relacionadas ao risco individual das companhias possuem significativo potencial de explicação na variação nas estimativas do CCP implícito. Ademais, os resultados gerais da análise de regressão por efeitos fixos sugerem, ao contrário da análise anterior, que a precisão das estimativas dos analistas (AERR) é um fator importante na explicação do CCP. Ou seja, de acordo com esta evidência, o mercado exige maior prêmio pelo risco para as empresas cujos parâmetros são mais difíceis de estimar. Por último, as medidas de CCP ainda são negativamente relacionadas ao número de analistas que cobrem a ação, sugerindo que quanto maior o número de analistas menor tende a ser o custo de capital da empresa.

As análises de correlação de Pearson e regressões lineares (dados agrupados e efeitos fixos) parecem corroborar com a interpretação que o CCP se aproxima do comportamento das estimativas de risco individual das companhias. Essa análise fortalece a hipótese defendida pela literatura (Penman, 1996; Fama e French, 1992; 1993) de que o risco individual das companhias é positivamente relacionado ao BETA e L/P e negativamente relacionado ao AT e MTB. Consideram-se, neste sentido, as evidências encontradas nesta seção suficientes para a validação das *proxies* do custo de capital como instrumentos de mensuração do risco individual do capital próprio das companhias.

4.2 Validação: liquidez de mercado

³⁷ Adicionalmente, aplica-se o teste de mudança estrutural de Chow. Os resultados são condizentes com o modelo de efeitos fixos, ou seja, há evidências de que os interceptos são diferentes para cada seção cruzada (anos da amostra, 2006-2009).

³⁸ Consideram-se os seguintes níveis de significância estatística: *, ** e ***, respectivamente 1, 5 e 10%.

A segunda etapa do estudo de validação investiga as *proxies* relacionadas à liquidez de mercado. A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das *proxies* de liquidez: TURN, BIDASK e IMPP. De maneira geral, as estatísticas descritivas apontam variações não muito discrepantes entre as médias dos anos analisados (2006-2007), indicando estabilidade intertemporal das medidas.

Tabela 5 - Estatística descritiva das *proxies* de liquidez de mercado

<i>Var</i>	<i>Ano</i>	<i>Núm</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mín</i>	<i>P25% (1Q)</i>	<i>P75% (3Q)</i>	<i>Máx</i>
TURN	2006	136	0.120	0.050	0.464	0.000	0.020	0.094	5.229
	2007	145	0.155	0.044	0.890	0.000	0.025	0.079	10.577
	2008	146	0.101	0.048	0.356	0.000	0.025	0.082	4.250
	2009	146	0.071	0.041	0.190	0.000	0.018	0.075	2.252
	Am. Tot.	573	0.112	0.046	0.541	0.000	0.023	0.083	10.577
BIDASK	2006	132	0.016	0.009	0.026	0.001	0.006	0.017	0.228
	2007	139	0.021	0.013	0.031	0.001	0.007	0.021	0.293
	2008	141	0.016	0.014	0.008	0.002	0.010	0.018	0.055
	2009	141	0.010	0.006	0.011	0.001	0.004	0.010	0.073
	Am. Tot.	553	0.016	0.010	0.022	0.001	0.006	0.017	0.293
IMPP	2006	131	0.048	0.012	0.110	0.000	0.002	0.042	0.890
	2007	138	0.228	0.030	0.700	0.000	0.004	0.143	6.422
	2008	141	0.063	0.008	0.142	0.000	0.002	0.052	0.903
	2009	140	0.055	0.006	0.133	0.000	0.001	0.038	0.893
	Am. Tot.	550	0.099	0.011	0.375	0.000	0.002	0.057	6.422

A seguir, apresenta-se a análise de correlação de Pearson³⁹ das *proxies* de liquidez de mercado. Para este estudo, consideram-se as seguintes medidas alternativas de liquidez: volume financeiro negociado (VOLUME), quantidade de negócios (QNEG), quantidade de títulos (QTIT) e uma medida de liquidez computada pelo Economática®⁴⁰ (LIQ). O comportamento esperado das variáveis, assim como se elas representam efetivamente aquilo que se pretende estudar, é fundamental para as análises subsequentes e depende intimamente desta investigação.

Das 21 correlações de Pearson apresentadas na Tabela 6, todas apresentam sinal conforme esperado e significância estatística aos níveis usuais de significância (apenas uma ao nível de 5%, e o restante a 1%). Ou seja, o (i) BIDASK é positivamente correlacionado ao IMPP e negativamente correlacionado a todas as outras variáveis; (ii) IMPP é positivamente

³⁹ O coeficiente de Pearson foi utilizado depois de confirmado a hipótese de aproximação com a distribuição normal das variáveis de liquidez, através dos testes de *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk*.

⁴⁰ Índice de Liquidez em Bolsa (ILB) do Economática® que considera o número de dias em que houve negócio, número de negócios da ação em análise e em todas as outras e o volume monetário de negócios.

correlacionado ao BIDASK e negativamente correlacionado a todas as outras e (iii) TURN é negativamente associado ao BIDASK e IMPP e positivamente correlacionado às demais. Adicionalmente, todas as correlações das três *proxies* apresentam significado econômico elevado, com percentuais que variam entre um mínimo significante de 13,2% e um máximo de 66,6%.

Tabela 6 - Análise de correlação das *proxies* de liquidez de mercado

	BIDASK	IMPP	TURN	VOLUME	QNEG	QTIT	LIQ
BIDASK	1						
<i>Sig. (2-tailed)</i>							
IMPP	0,666**	1					
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000						
TURN	-0,104*	-0,148**	1				
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,016	0,001					
VOLUME	-0,158**	-0,141**	0,132**	1			
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,001	0,002				
QNEG	-0,227**	-0,214**	0,202**	0,890**	1		
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,000	0,000	0,000			
QTIT	-0,183**	-0,173**	0,241**	0,869**	0,886**	1	
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		
LIQ	-0,191**	-0,172**	0,140**	0,983**	0,909**	0,877**	1
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	

*, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

No caso das *proxies* de liquidez de mercado (BIDASK, IMPP e TURN), não há consideráveis contestações na literatura sobre a capacidade das medidas capturarem efetivamente o conceito econômico que considera a facilidade com que um ativo pode ser convertido no meio de troca da economia (Glosten e Milgrom, 1985; Verrecchia, 2001; Hail e Leuz, 2007). Neste sentido, consideram-se as evidências apontadas na análise de correlação suficientes para a validação das *proxies* e para subsequente utilização nas relações principais do estudo nas próximas seções.

5 RESULTADOS DA PESQUISA

Nesta seção, apresentam-se a análise exploratória das equações do estudo, que serve de subsídio para a avaliação do problema de pesquisa proposto. A análise de resultados apresenta conjuntamente uma série de verificações de robustez, que incluem duas abordagens não excludentes: (1) estimação com diferentes *proxies* e (2) por meio de diferentes metodologias estatísticas/econométricas.

No primeiro caso, examina-se a persistência das análises para cada uma das estimativas de custo de capital próprio implícito (CCP_{MD} , CCP_{CT} , CCP_{GLES} , CCP_{OJ} , CCP_{PEG}) e liquidez de mercado ($BIDASK$, $IMPP$ e $TURN$). No segundo caso, aplicam-se diferentes técnicas de regressão linear (dados *cross-section*, agrupados e painel efeitos fixos), estimativas por diferenças-em-diferenças e testes de diferenças de médias (t e Wilcoxon)⁴¹.

Por último, optou-se por segregar as empresas financeiras da amostra, uma vez que as particularidades do setor bancário podem implicar em ter que apartá-las do grupo das não-financeiras.⁴² Considera-se esta abordagem fundamental para a avaliação da sensibilidade dos resultados empíricos e conseqüente validação geral das interpretações sugeridas.

5.1 Estatísticas Descritivas

O Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (IAPC) das empresas pertencentes à amostra apresenta as seguintes estatísticas descritivas.

⁴¹ As técnicas são aplicadas conforme enquadramento metodológico, não sendo possível aplicar todas as técnicas nas três análises do estudo. Ver seção 3, Metodologia.

⁴² Devido a limitações da amostra, não foi possível conduzir os testes do estudo isolando-se somente as empresas financeiras, uma vez que elas representam apenas 16 das 148 companhias da amostra. Por isso, optou-se por estimar a referida amostra com a inclusão e a exclusão das financeiras. No entanto, em todos os casos, a retirada das companhias financeiras da amostra não acarretou em alteração significativa na interpretação dos resultados, considerando o sinal e a significância estatística dos coeficientes de regressão e a adequação geral do modelo (R^2). Por este motivo, optou-se pela omissão da apresentação dos referidos resultados.

Tabela 7 - Estatística descritiva de IAPC

Variável IAPC	Amostra	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	P25% (1Q ⁴³)	75% (3Q ⁴⁴)	Máximo
2008	140	61,63%	60,44%	10,14%	28,26%	55,56%	68,92%	84,91%
2009	139	66,55%	66,67%	10,66%	18,92%	60,00%	75,00%	90,70%

Ilustração 1 - Histograma de IAPC

A Tabela 7 mostra que o Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (IAPC) médio foi de 61,63% e 66,55%, respectivamente para os anos de 2008 e 2009, com 75% das empresas apresentando IAPC inferior a 68,92% (2008) e 75,00% (2009). O valor médio obtido para o IAPC pode ser considerado baixo, tendo em vista que a maioria das questões que são tratadas no índice se refere à adoção de práticas contábeis obrigatórias. Este resultado está em linha com a suposição de Daske *et al.* (2006) que prevê que mesmo as jurisdições que adotam as práticas de convergência mandatoriamente não devem observar completa aderência

⁴³ Primeiro quartil.

⁴⁴ Terceiro quartil.

a elas. Para os autores, o fator institucional “enforcement” é um dos principais elementos que direcionam o comportamento das empresas perante a convergência. Outra questão interessante é o aumento médio observado entre 2008 e 2009 em IAPC. Este resultado está em linha com o esperado e concorda com o argumento de que as empresas precisam de certo tempo para amadurecer conceitualmente as mudanças e/ou para desenvolver mecanismos de sistemas de informação que permitam a adoção das práticas internacionais. No entanto, pode-se considerar relativamente baixo o incremento percentual em IAPC entre 2008 e 2009 (4,92%), indicando que parecem existir outros incentivos que determinam a política de atendimento das práticas de convergência além dos aspectos conceituais/técnico-computacionais elencados.

Na sequência, o Quatro 4 descreve de maneira detalhada os resultados obtidos para o índice, apresentando o percentual de empresas cujas respostas foram consideradas positivas (“sim”) para cada pergunta de IAPC⁴⁵. A análise destas informações é por si só de grande interesse, uma vez que se evidencia o comportamento médio das empresas perante a adoção e divulgação de práticas que cingem a fase de convergência contábil no Brasil.

⁴⁵ O Apêndice 01 descreve o racional utilizado para inclusão das perguntas do índice e os critérios adotados para pontuação de cada questão.

Quadro 4 - Resultado médio de IAPC por questão - 2008/2009

Descrição	Referência	2008	2009
1. Adoção Inicial		76.5%	-
a. A companhia divulgou a base de elaboração e apresentação das demonstrações contábeis ou se está adotando pela primeira vez a Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?	CVM (Deliberação nº 565/08)	95.7%	-
b. Divulgou demonstração dos efeitos no resultado e no patrimônio líquido da adoção inicial da Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?		74.5%	-
c. A companhia destacou os efeitos tributários da aplicação da Lei nº 11.638/07 e da Lei nº 11.941/09 registrados conforme as normas existentes?		45.7%	-
d. Foram realizados ajustes retroativos nos demonstrativos contábeis de 2007 referentes à Lei 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?		40.7%	-
e. Foi apresentada a demonstração de fluxo de caixa referente a 2007?		97.1%	-
f. Foi apresentada a demonstração de valor adicionado referente a 2007?		82.9%	-
g. A companhia divulgou um sumário das práticas contábeis modificadas?		98.6%	-
2. Redução ao Valor Recuperável		39.8%	46.7%
a. Apresenta nota explicativa ou identifica ativos que podem ter sofrido desvalorização decorrente de fatores internos ou externos à entidade (<i>impairment test</i>)?	CVM (Deliberação nº 527/07), BC (CMN nº 3.566/08) e CFC (NBC T 19.10)	83.0%	92.1%
b. A companhia divulgou a descrição das premissas utilizadas pela administração para concluir sobre a perda por desvalorização?		15.6%	23.7%
c. A companhia divulgou o valor das perdas por desvalorização reconhecidas, as linhas da demonstração do resultado nas quais essas perdas foram contabilizadas e se houve reversões?		20.9%	24.2%
3. Demonstração do Fluxo de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado		67.2%	77.5%
a. A companhia divulgou os componentes de caixa e equivalentes de caixa?	CVM (Deliberação nº 547/08), BC (CMN nº 3.604/08) e CFC (NBC T 3.8)	84.4%	87.8%
b. A companhia divulgou a política que adota na determinação da composição do caixa e equivalentes de caixa?		70.2%	82.7%
d. A companhia divulgou as transações de investimento e financiamento que não envolvem o uso de caixa ou equivalentes de caixa?		20.6%	24.5%
e. Foram divulgados como informações adicionais à demonstração do fluxo de caixa os montantes totais dos juros, dividendos e juros sobre o capital próprio, pagos e recebidos ou o montante total do IR e da CSLL pagos?		61.4%	93.5%
f. O valor total do item “Distribuição do valor adicionado” é exatamente igual ao total do item “Valor adicionado total a distribuir”?	CVM (Deliberação nº 557/08) e CFC (NBC T 3.7)	99.3%	99.3%
4. Intangível		58.0%	72.8%
a. Apresenta nota explicativa sobre os ativos intangíveis?	CVM (Deliberação nº 553/08) e CFC (NBC T 19.8)	87.9%	93.5%
b. A companhia divulgou o valor contábil e a vida útil (ou taxa de amortização) dos ativos intangíveis individualmente?		76.6%	89.9%
c. A companhia segregou entre os ativos intangíveis, aqueles com vida útil indefinida ou definida?		28.1%	61.2%
d. A companhia divulgou o total de gastos com pesquisa e desenvolvimento reconhecidos como despesas no período?		39.3%	46.7%
5. Ajuste a Valor Presente		53.8%	54.3%
a. Indica a realização do Ajuste a Valor Presente em ativos e passivos não circulantes e em ativos e passivos circulantes relevantes?	CVM (nota explicativa à Instrução nº	85.1%	84.8%

b. Documentou o racional utilizado para o cálculo do Ajuste a Valor Presente?	469/08)	37.4%	31.2%
c. A companhia divulgou premissas e os fundamentos que justifiquem as taxas de desconto adotadas (contratual ou implícita, modelos utilizados para cálculo de riscos e inputs)?		38.8%	47.1%
6. Moeda Funcional e Variação Cambial		43.0%	52.3%
a. A companhia indicou sua moeda funcional e moeda de apresentação?		37.6%	47.5%
b. A companhia indica os fatores previstos na norma contábil determinantes para definição da moeda funcional?	CVM	7.1%	7.9%
c. Foram mencionados, no sumário das práticas contábeis, os critérios de apuração das demonstrações financeiras das investidas no exterior?	(Deliberação nº 534/08)	71.3%	81.0%
d. Foram divulgados os efeitos líquidos decorrentes das variações cambiais classificadas no resultado e no patrimônio líquido?		55.9%	73.0%
7. Partes Relacionadas		66.1%	73.6%
a. Os relacionamentos entre controladoras e controladas ou coligadas foram divulgados independentemente de ter havido ou não transações entre essas partes relacionadas?		84.4%	81.2%
b. A companhia divulgou montante das transações ou se contém ou não garantias?	CVM	95.7%	97.1%
c. Divulgou os impactos, ou efeitos, que possam vir a afetar a situação patrimonial e financeira e/ou os resultados das entidades intervenientes na operação?	(Deliberação nº 560/08)	33.3%	47.8%
d. A companhia divulgou a remuneração do pessoal-chave da administração no total e segregado em categorias?		51.1%	68.1%
8. Arrendamento Mercantil		45.0%	46.9%
a. Informa se houve ou não alterações no reconhecimento de contratos de arrendamento mercantil?		66.7%	-
b. O valor contábil ao final do período para cada categoria de ativo? (se financeiro)		52.1%	57.3%
c. O total dos futuros pagamentos mínimos e o seu valor presente para os períodos de até um ano, mais de um ano e até cinco anos, e mais de cinco anos?	CVM	28.4%	38.1%
d. Uma descrição geral dos acordos relevantes (p ex. (i) a base pela qual o pagamento contingente é determinado; (ii) a existência de termos de renovação ou de opções de compra e cláusulas de reajustamento; e (iii) restrições impostas por acordos de arrendamentos)	(Deliberação nº 554/08) e CFC (NBC T 10.2)	32.6%	45.4%
9. Classificação de Investimentos		39.6%	68.6%
a. A companhia informa se houve, ou não, alteração na classificação dos investimentos mensurados pelo método de equivalência patrimonial ou por outro critério contábil?	CVM	16.4%	-
b. Foram divulgados os critérios utilizados em exercícios anteriores para contabilização das combinações de negócios e apuração do valor do ágio?	(Deliberação nº 565/08)	62.9%	68.6%
10. Instrumentos Financeiros		80.0%	84.6%
a. A empresa aplicou as regras de classificação de instrumentos financeiros (disponível para venda, mantido até o vencimento e destinado à negociação)?	CVM	75.9%	81.3%
b. A entidade divulgou em nota explicativa específica informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos?	(Deliberação nº 565/08) e CVM (Deliberação nº 566/08)		
c. A companhia divulgou a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge)?	CVM	97.2%	100.0%
d. A companhia divulgou o valor justo dos derivativos contratados?	(Deliberação nº 550/08 e Instrução nº 235/95)	96.2%	100.0%
		96.0%	97.7%

e.	A companhia divulgou os critérios de mensuração a valor justo dos instrumentos derivativos contratados?		77.5%	77.0%
f.	A entidade classificou as operações com instrumentos financeiros destinados a hedge nas categorias: hedge de valor justo, hedge de fluxo de caixa hedge de um investimento no exterior?	CVM (Deliberação nº 566/08)	36.8%	53.5%
g.	A companhia divulgou quadro demonstrativo de análise de sensibilidade?	CVM (Instrução nº 475/08)	80.2%	82.5%
11. Custo de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos de Valores Mobiliários			48.8%	64.2%
a.	A companhia identificou cada processo de captação de recursos, agrupando-os conforme sua natureza?	CVM (Deliberação nº 556/08) e CFC (NBC T 19.14)	72.3%	92.1%
b.	A companhia divulgou o montante dos custos de transação e prêmios (se for o caso) a serem apropriados ao resultado em cada período subsequente?		25.2%	36.2%
12. Subvenções e Assistências Governamentais			53.0%	57.4%
a.	A companhia divulgou a natureza e os montantes reconhecidos das subvenções governamentais ou das assistências governamentais?	CVM (Deliberação nº 555/08) e CFC (NBC T 19.4)	64.0%	63.8%
b.	As condições a serem regularmente satisfeitas ligadas à assistência governamental que tenha sido reconhecida?		42.0%	51.1%
13. Pagamentos Baseados em Ações			86.4%	95.2%
a.	A companhia divulgou uma descrição de cada tipo de acordo de pagamento baseado em ações que vigorou em algum momento do exercício social?	CVM (Deliberação nº 562/08)	87.0%	95.2%
b.	A companhia divulgou a quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ações para cada um dos grupos de opções?		85.7%	95.2%
14. Ativo Diferido			70.7%	-
a.	Para gastos anteriormente ativados, a companhia informa se foi feita análise para verificar a possível reclassificação para outros grupos de ativos?	CVM (Deliberação nº 553/08) e CFC (NBC T 19.8)	61.7%	-
b.	Divulgou a opção adotada em relação aos gastos ativados que não mais atendam à definição de ativo diferido e que não possam ser reclassificados para outro grupo de ativos?	CVM (Deliberação nº 527/07)	79.7%	-
15. Depreciação Econômica			21.6%	24.5%
a.	Utiliza taxas de depreciação econômicas?	CVM (Deliberação nº 565/08)	39.3%	41.0%
b.	Divulga os critérios e premissas adotados na determinação nas taxas de depreciação econômicas?		3.8%	8.0%
16. Outras Informações			78.5%	81.4%
a.	Divulgou a opção em relação ao Regime de Transição Tributário?	Lei nº 11.941/09	61.7%	56.1%
b.	Os critérios para a constituição de provisão para crédito e liquidação duvidosa (PCLD) são informados?	Lei das S.A. (artigo 183) e IB (NPC 01)	75.9%	77.7%
c.	Informa o tratamento adotado para a conta "Reavaliações de Ativos"?	CVM (Deliberação nº 565/08)	72.9%	-
d.	No caso dos lucros acumulados, a entidade propôs, ao término do exercício social, a destinação de eventuais saldos de lucros acumulados?	CVM (Deliberação nº 565/08)	84.3%	94.0%
e.	O parecer dos auditores atesta a conformidade com o atendimento das práticas referentes a nova regulamentação?	-	97.9%	97.8%

FONTE: Calculado pelo autor.

O Quadro 4 mostra grande dispersão no atendimento aos itens, variando-se de 3,8% (divulgação dos critérios adotados na determinação das taxas de depreciação econômica) a 100% (divulgação específica de informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros derivativos). Os resultados do Quadro 4 mostram que menos da metade das empresas (40,7%) efetuaram os ajustes retroativos em seus demonstrativos contábeis em 2008 a fim de torná-los comparativos, que apenas 15,6% e 23,7% das companhias (2008 e 2009, respectivamente) descreveram as premissas utilizadas pela administração para concluir sobre a perda por desvalorização por *impairment*, e que 28,1% e 61,2% das companhias (2008 e 2009, respectivamente) segregaram os ativos intangíveis entre aqueles com vida útil definida e indefinida. Como destaque negativo, observou-se uma ausência quase completa sobre a divulgação dos fatores determinantes para definição da moeda funcional, 7,1% e 7,9% (2008 e 2009, respectivamente) e sobre os critérios e premissas adotados na determinação nas taxas de depreciação econômicas, 3,8% e 8,0% (2008 e 2009, respectivamente). Ademais, percebe-se um conteúdo relativamente pobre nas demonstrações contábeis e respectivas notas explicativas, com destaque para os temas “Redução ao Valor Recuperável”, “Ajuste a Valor Presente”, “Moeda Funcional e Variação Cambial”, “Arrendamento Mercantil”, “Depreciação Econômica”.

Em relação aos destaques positivos as companhias apresentaram ampla divulgação sobre: (i) o sumário das práticas contábeis modificadas (98,6% em 2008); (ii) separação de nota explicativa específica sobre ativos intangíveis (87,9% e 93,5%, em 2008 e 2009, respectivamente); (iii) divulgação dos relacionamentos entre controladoras e controladas ou coligadas independentemente da existência de transações entre partes relacionadas (95,7% e 97,1%, em 2008 e 2009, respectivamente), (iv) informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros derivativos (97,2% e 100,0%, em 2008 e 2009, respectivamente); e descrição de cada tipo de acordo de pagamento baseado em ações (87,0% e 95,2%, em 2008 e 2009, respectivamente). A estatística descritiva da segunda *proxy* da convergência às práticas internacionais (Δ PAG) é apresentada na Tabela 8.

Tabela 8 - Estatística descritiva de Δ PAG

Variável Δ PAG	Amostra	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	P25% (1Q)	75% (3Q)	Máximo
2008	123	30.63%	22.00%	45.70%	-91.45%	3.70%	53.97%	200.00%
2009	122	39.66%	28.75%	44.88%	-56.07%	7.69%	60.00%	225.00%

Ilustração 2 - Histograma de Δ PAG

Na Tabela 8, observa-se que em relação aos dois anos que precedem respectivamente 2008 e 2009 houve um aumento médio de 30,63% e 39,66% na extensão dos demonstrativos anuais completos das companhias da amostra. Este resultado concorda com a literatura internacional que prevê que a adoção das práticas internacionais, em relação ao GAAP local, deve aumentar consideravelmente a magnitude da divulgação financeira das empresas (Daske *et al.*, 2008). Esta é uma informação importante, já que se espera que mudanças materiais nas políticas de divulgação das companhias estejam em linha com um aumento da quantidade de informação divulgada. Adicionalmente, a observação do aumento percentual em Δ PAG entre os cálculos de 2008 e 2009 sugere que a variável oferece o construto que se busca na presente análise. Esta constatação mitiga a existência de potenciais inconsistências no conceito intrínseco subjacente da proxy apontadas na seção 3.2.1, que limitam as inferências a partir da variável. Entretanto, dois problemas restringem a interpretação da variável. Primeiro, o elevado desvio

padrão (45,7% e 44,88% para 2008 e 2009, respectivamente) observado indica a potencial influência de outros fatores não relacionados à convergência. Segundo, observa-se que a variação em ΔPAG não é positiva para todas as empresas. Portanto, estas restrições exigem cautela na interpretação dos resultados nas análises subsequentes.

As estatísticas descritivas das demais variáveis de incentivos econômicos e variáveis de controle são apresentadas na Tabela 9. A análise estatística básica das variáveis independentes, *proxies* para custo de capital próprio e liquidez de mercado, foi apresentada conjuntamente com suas validações empíricas na seção 4.

Tabela 9 - Estatística descritiva das variáveis de incentivo

<i>Var</i>	<i>Ano</i>	<i>Núm.</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desv. Pad.</i>	<i>Mín</i>	<i>P25%</i>	<i>P75%</i>	<i>Máx</i>
<i>TAM</i>	2008	145	15.27	15.04	1.61	12.26	14.22	16.29	20.27
	2009	146	15.38	15.16	1.60	12.26	14.28	16.29	20.38
	<i>Am. Tot.</i>	562	15.04	14.88	1.93	1.10	13.93	16.17	20.38
<i>EXPI</i>	2008	148	0.39	0.00	0.49	0.00	0.00	1.00	1.00
	2009	148	0.46	0.00	0.50	0.00	0.00	1.00	1.00
	<i>Am. Tot.</i>	592	0.36	0.00	0.48	0.00	0.00	1.00	1.00
<i>END</i>	2008	141	264.7	144.8	357.2	5.9	83.5	260.1	2140.1
	2009	142	220.8	136.4	275.0	7.6	82.9	230.0	1861.7
	<i>Am. Tot.</i>	546	239.1	137.7	318.8	0.0	81.3	244.9	2140.1
<i>OCR</i>	2008	141	1.86	0.92	2.93	0.01	0.60	1.55	20.82
	2009	142	3.29	1.91	4.59	0.38	1.26	2.98	29.60
	<i>Am. Tot.</i>	480	3.07	1.55	5.53	0.01	0.94	2.74	58.25
<i>CV</i>	<i>Maior</i>	2008	147	54.2%	52.0%	22.7%	9.0%	39.0%	100.0%
		2009	148	53.6%	54.0%	23.7%	0.0%	37.0%	100.0%
	<i>Três maiores</i>	2008	147	61.8%	60.0%	20.9%	11.0%	51.0%	100.0%
		2009	148	62.2%	60.0%	20.5%	0.0%	51.0%	100.0%
	<i>Total</i>	2008	147	63.1%	61.0%	20.8%	11.0%	51.0%	100.0%
		2009	148	64.2%	61.0%	20.0%	0.0%	53.0%	100.0%
<i>IDD</i>	<i>Maior</i>	2008	146	93.0%	100.0%	17.3%	6.4%	100.0%	100.0%
		2009	145	93.2%	100.0%	16.6%	13.1%	100.0%	100.0%
	<i>Três maiores</i>	2008	144	93.1%	100.0%	15.6%	21.5%	99.1%	100.0%
		2009	143	92.8%	100.0%	16.0%	21.4%	98.4%	100.0%
	<i>Total</i>	2008	144	93.1%	100.0%	15.4%	21.5%	98.8%	100.0%
		2009	144	91.8%	100.0%	18.0%	0.0%	98.3%	100.0%
<i>ROA</i>	2008	145	4.2%	3.8%	10.9%	-36.4%	0.5%	8.2%	63.7%
	2009	146	5.4%	4.7%	8.6%	-48.0%	2.1%	8.8%	51.7%
	<i>Am. Tot.</i>	561	5.4%	4.2%	9.1%	-48.0%	1.7%	8.6%	63.7%
<i>AUD</i>	2008	140	0.84	1.00	0.37	0.00	1.00	1.00	1.00
	2009	139	0.86	1.00	0.34	0.00	1.00	1.00	1.00
	<i>Am. Tot.</i>	279	0.85	1.00	0.35	0.00	1.00	1.00	1.00

Na Tabela 9 observa-se que cerca em torno de 40% da amostra está exposta ao mercado internacional, possuindo ADRs nos níveis I, II ou III. Esta é uma informação importante, já que se espera que empresas expostas a organismos regulatórios e ao próprio mercado

internacional sejam mais exigentes em atender as práticas de convergência internacional. Com relação às variáveis de estrutura de propriedade (CV e IDD), obtêm-se elevados índices de concentração de votos e divergência de direitos, em linha com o observado em outros trabalhos no Brasil (p. ex., Carvalhal-da-Silva, 2004; Sarlo Neto, 2009). Separam-se estas variáveis em três categorias: considerando apenas o maior acionista controlador, os três maiores e todos os acionistas controladores. Destas classificações verifica-se que maior parte da concentração de votos e da divergência de direitos é alcançada com apenas 1 acionista. Este resultado sugere que a estrutura de propriedade é uma importante característica do ambiente institucional brasileiro que deva ser controlado na análise da divulgação financeira das empresas (p. ex., Silveira, 2004), pois empresas mais concentradas ou com maior divergência de direitos tendem a possuir incentivos que as diferenciem das demais.

Com relação à variável de desempenho (ROA), constatam-se elevados retornos sobre o ativo negativos para algumas empresas, provavelmente em decorrência de prejuízos oriundos da crise financeira de 2008. Sobre as empresas de auditoria, observa-se para a amostra utilizada que 84% e 86% das companhias, respectivamente para os anos de 2008 e 2009, são auditadas por Big Four. Devido a esta baixa variabilidade da amostra, apenas será possível identificar a influência desta variável no atendimento das práticas de convergência caso os perfis das empresas auditadas e não auditadas por Big Four sejam realmente díspares. As estatísticas descritivas das demais variáveis de controle são apresentadas na tabela a seguir:

Tabela 10 - Estatística descritiva das demais variáveis do estudo

<i>Var</i>	<i>Ano</i>	<i>Núm.</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desv. Pad.</i>	<i>Mín</i>	<i>P25%</i>	<i>P75%</i>	<i>Máx</i>
<i>BETA</i>	2008	138	1.09	1.00	0.50	0.20	0.75	1.37	3.35
	2009	146	1.13	1.00	0.54	0.12	0.78	1.44	3.15
	<i>Am. Tot.</i>	450	0.99	0.94	0.52	-0.57	0.65	1.25	3.35
<i>MTB</i>	2008	141	1.86	0.92	2.93	0.01	0.60	1.55	20.82
	2009	142	3.29	1.91	4.59	0.38	1.26	2.98	29.60
	<i>Am. Tot.</i>	480	3.07	1.55	5.53	0.01	0.94	2.74	58.25
<i>AERR</i>	2008	129	1.32	0.32	3.28	0.00	0.13	0.90	24.70
	2009	133	1.64	0.15	7.23	0.00	0.06	0.53	75.07
	<i>Am. Tot.</i>	445	2.72	0.30	13.64	0.00	0.10	0.76	146.33
<i>P/L</i>	2008	109	13.62	8.70	17.96	1.78	5.23	12.74	111.38
	2009	129	24.86	14.37	27.77	3.64	10.53	26.54	189.01
	<i>Am. Tot.</i>	422	24.86	13.67	30.55	1.78	9.38	26.80	207.61
<i>ANUM</i>	2008	134	5.21	5.00	3.78	0.00	2.00	8.00	14.00
	2009	133	5.81	5.00	3.88	1.00	2.00	9.00	13.00
	<i>Am. Tot.</i>	523	4.80	4.00	3.83	0.00	2.00	8.00	14.00
<i>VOLUME</i>	2008	144	29550	7261	78871	132	2041	27663	625974
	2009	141	31437	6884	86130	67	1493	27251	779688
	<i>Am. Tot.</i>	566	28556	6509	82249	0	2120	23754	821131
<i>QNEG</i>	2008	144	1576	619	2535	6	139	2169	16823
	2009	141	1836	665	3001	7	103	2316	19998
	<i>Am. Tot.</i>	566	1291	365	2435	0	101	1465	20716
<i>LIQ</i>	2008	144	0.54	0.16	1.16	0.00	0.05	0.66	8.77
	2009	144	0.55	0.14	1.17	0.00	0.03	0.64	9.62
	<i>Am. Tot.</i>	576	0.54	0.14	1.28	0.00	0.04	0.58	14.02
<i>QTIT</i>	2008	144	1560	496	3057	28	159	1423	18288
	2009	141	1407	398	2890	4	109	1232	18165
	<i>Am. Tot.</i>	566	1362	409	2925	0	160	1183	26313

5.2 Determinantes do atendimento às práticas de convergência

Nesta seção, apresentam-se os resultados da relação do nível de atendimento das práticas de convergência com os incentivos econômicos das companhias. Em linha com Ball (2006), a hipótese do estudo é que os incentivos condicionais subjacentes exercem importante influência sobre o compromisso da empresa com a convergência.

Conforme destacado na seção 3.2.1 a análise dos determinantes do grau de atendimento das práticas de convergência possui dois principais objetivos. Primeiro, permite inferir sobre os incentivos subjacentes que influenciam o compromisso das empresas com o processo de convergência (em resposta a H_1). Segundo, confere um indício sobre o grau de consistência teórica desta medida, uma vez que a literatura vem encontrando importantes inter-relações entre o nível de atendimento do IFRS e variáveis como (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de

oportunidades de crescimento; (v) desempenho; (vi) estrutura de propriedade e controle corporativo e (vii) empresa de auditoria externa (p. ex. Francis *et al.*, 2008; Hodgdon *et al.*, 2008).

A Tabela 11 apresenta a análise de regressão do IAPC (dependente) com as demais variáveis de incentivos descritas (independentes). As regressões são estimadas independentemente para os anos de 2008 e 2009 e conjuntamente com dados agrupados e painel efeitos fixos⁴⁶. Da mesma maneira, a Tabela seguinte apresenta os mesmos resultados utilizando Δ PAG como *proxy* de convergência (variável dependente).

Tabela 11 - Análise dos Determinantes de IAPC

<i>IAPC como variável dependente</i>				
Equação 1	Efeitos Fixos	MQO Pooling	MQO 2009	MQO 2008
Variáveis Independentes				
Variáveis relacionadas ao risco:				
ln(AT)	2.844* 4.410	3.368* 3.860	2.791* 6.770	3.066* 6.600
EXPI	-0.240 -0.120	0.717 0.300	0.531 0.360	0.211 0.130
END	-0.503*** -2.940	-0.639*** -2.780	-0.173* -1.670	-0.217* -1.780
OCR	0.379 2.550	0.220*** 1.860	0.118*** 1.430	0.158** 1.640
ROA	0.557** 2.620	0.321** 0.260	0.258 2.360	0.240* 2.400
CV	-9.886 -1.890	-9.714 -2.420	-3.907** -1.240	-1.788*** -0.610
IDD	-0.923*** -0.290	-3.080*** -1.300	4.166 1.700	3.539 1.620
AUD	6.730*** 2.850	1.479 0.650	3.283 1.840	2.598* 1.290
AERR	-0.357** -0.950	-0.088* -0.550	-0.467 -2.300	-0.594 -2.570
Intercepto	1.998* 1.910	1.667** 1.310	1.963 2.910	1.568*** 2.240
Efeitos Fixos	controlado	-	-	-
R²	22,6%	19,4%	20,8%	21,4%
# Observações	248	248	129	121
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

A partir da Tabela 11, observam-se relações estatisticamente significantes entre IAPC e as variáveis AT, NF, OCR, ROA e Estrutura de Propriedade (CV e IDD), aos usuais níveis de

⁴⁶ Cada coluna representa uma forma de estimação. Os motivos teóricos para estimação dos modelos com dados em painel efeitos fixos são semelhantes ao apresentado na seção anterior 5.1.

significância. Adicionalmente, esse resultado é sistemático entre as diferentes metodologias de estimação (colunas Efeitos Fixos, MQO Pooling, MQO 2009 e MQO 2008). Neste sentido, as evidências sugerem indícios de que o compromisso das empresas com a convergência contábil está intimamente relacionado aos seus tamanhos, necessidade de financiamento, oportunidades de crescimento, rentabilidade operacional e estrutura de propriedade. Apesar do amplo espectro de dimensões decisórias envolvidas em um processo de divulgação contábil, a análise do R^2 sugere que aproximadamente 20% da variação do atendimento das práticas de convergência é explicada somente pelos incentivos selecionados. Os resultados estatísticos apontam relações significantes⁴⁷ positivas entre o IAPC e as variáveis $\ln(\text{TAN})$, OCR e ROA, e significantes negativas com as variáveis END, CV e IDD.

O sentido da relação entre qualidade das práticas de convergência e o tamanho e a estrutura de propriedade não eram claro de antemão. No caso do tamanho, empresas maiores podem ter mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de elevada qualidade da informação contábil para mitigar este problema. Além disso, possuem mais recursos para adotar as práticas de convergência. Por outro lado as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar mais de capital. Os resultados apontaram que o primeiro efeito sobrepõe o segundo, uma vez que o sinal entre $\ln(\text{AT})$ e IAPC é positivo e estatisticamente significativo. Em relação à estrutura de propriedade quanto maior o percentual de ações ordinárias (CV) em posse do controlador, em tese maior a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Por um lado, isso poderia levar a um pior nível de atendimento às práticas de convergência em decorrência da concentração do direito de controle. Por outro lado, entretanto, poderia fazer com que a empresa melhor adotasse as práticas internacionais como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Observa-se, no entanto, que o primeiro efeito sobrepõe o segundo, sendo o coeficiente de CV negativo e estatisticamente significativo.

O sinal negativo apresentado pelo coeficiente de END sugere que a variável provavelmente falha em expressar a necessidade de financiamento das companhias isoladamente, sem a interferência do atual nível de alavancagem individual. A forte significância estatística prevê,

⁴⁷ Considerando-se os níveis usuais de significância estatística: *, ** e ***, respectivamente 1, 5 e 10%.

portanto, que a variável está mais próxima da representação do constructo do nível de endividamento do que da necessidade de financiamento⁴⁸.

Outras duas observações são pertinentes na presente análise. Primeiro, as regressões conduzidas no presente estudo apresentam um controle natural para as variáveis do ambiente institucional (p. ex., nível de *enforcement* regulatório, ambiente legal, qualidade da governança corporativa, dependência da contabilidade fiscal, desenvolvimento do mercado de capitais, etc.)⁴⁹. No entanto, este controle teórico é efetivamente aplicado no nível econométrico na regressão em painel efeitos fixos, pois as empresas podem estar expostas diferentemente às características do ambiente institucional.

Segundo, os coeficientes de AUD e AERR são significantes na regressão com dados em painel (respectivamente a 10% e 5%). Isto significa que, controlados os potenciais fatores constantes no tempo⁵⁰, encontram-se evidências de que o tipo da empresa de auditoria externa (big four ou não) impacta o nível de atendimento das práticas de convergência, assim como, a precisão das estimativas dos analistas depende de tais práticas. Este resultado é importante, pois sugere duas interpretações interessantes, que o trabalho realizado pelas auditorias externas possui efetiva contribuição ao processo de convergência internacional e que a qualidade da informação contábil influencia diretamente a habilidade dos analistas em estimarem os resultados das empresas.

Em resumo, o resultado apresentado pela presente análise sinaliza, em linha com os argumentos e discussões apresentadas pela recente literatura sobre a adoção do IFRS (Ball, 2006; Leuz e Wysocki, 2008, Soderstrom e Sun, 2007; Hail *et al.*, 2009), que os incentivos individuais das empresas podem exercer ampla influência sobre o perfil de adoção e divulgação das práticas contábeis internacionais. Neste sentido, os resultados apresentados

⁴⁸ A partir deste racional, baseando-se na teoria do agenciamento é coerente a interpretação do sinal negativo entre IAPC e endividamento: quanto maior o endividamento, maior o benefício dos administradores na expropriação dos terceiros, resultando em maior assimetria de informação e menor tendência ao atendimento das práticas de convergência.

⁴⁹ Holthausen (2003) propõe que somente estudos *within-country* permitem controlar para variáveis institucionais de maneira a manter constante características específicas dos regimes de divulgação.

⁵⁰ A discussão sobre a possível existência de fatores omitidos constantes no tempo e relevantes na explicação da variável dependente (p. ex. indústria de atuação, nível de *enforcement* regulatório, governança corporativa e demais fatores institucionais) é exatamente análoga à realizada na seção 4.1. Os resultados da análise do teste de quebra estrutural de Chow apontam superioridade estatística da regressão em painel efeitos fixos em relação aos dados agrupados.

conduzem para duas conclusões empíricas: (i) não rejeição da hipótese H_1^{51} ; e (ii) validação do índice IAPC para as análises posteriores, como instrumento de captura do compromisso das empresas com as mudanças materiais nas suas políticas contábeis como consequência da adoção das práticas de convergência contábil internacionais.

A Tabela 12 a seguir apresenta a mesma análise anterior utilizando Δ PAG como variável dependente, ou seja, como *proxy* do atendimento à convergência contábil.

Tabela 12 - Análise dos Determinantes de Δ PAG

<i>ΔPAG como variável dependente</i>				
Equação 1	Efeitos Fixos	MQO Pooling	MQO 2009	MQO 2008
<i>Variáveis Independentes</i>				
<i>Variáveis relacionadas ao risco:</i>				
ln(AT)	-0.159	0.236	0.128	0.108
	-0.180	0.350	0.340	0.330
EXPI	0.548	0.063	0.000	0.035
	1.270	0.220	0.000	0.350
END	-0.928	-1.533	-0.516	-1.193
	-0.410	-0.500	-0.370	-1.210
OCR	0.122	0.142	0.105	0.040
	0.450	0.480	1.260	0.490
ROA	0.347	1.789***	0.212**	0.267**
	0.570	1.610	2.030	2.310
CV	-0.998**	-0.898*	-0.388***	-0.634*
	-2.000	-2.930	-1.680	-2.820
IDD	-0.476*	-0.711**	0.125	0.135
	-2.590	-2.090	0.550	0.830
AUD	0.296*	0.587*	0.214**	0.224***
	2.630	3.090	2.270	1.810
AERR	-0.015***	-0.031	-0.008	-0.006
	-1.710	-1.280	-0.410	-0.450
Intercepto	0.639	-0.161	0.180	0.285
	0.460	-0.140	0.280	0.460
Efeitos Fixos	incluídos	-	-	-
R²	9,16%	10,35%	8,07%	14,6%
# Observações	229	229	110	105
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

Ao contrário da análise anterior, apenas a estrutura de propriedade (CV e IDD) e AUD são significantes aos níveis usuais de significância (1, 5 e 10%). Portanto, não se encontra evidências que a variável possua relação com os incentivos econômicos de maneira geral. Assim, essa evidência sugere que a variável Δ PAG parece não ser uma boa *proxy* para a

⁵¹ H_1 : Os incentivos econômicos no nível da firma explicam o comportamento das companhias frente ao atendimento das práticas de convergência ao IFRS.

caracterização específica da convergência contábil. Entretanto, a análise do indicador sugere duas interpretações importantes.

Conforme abordado na seção 3.2.1, Δ PAG pode não representar o constructo proposto para esta análise caso existam eventos não relacionados à convergência internacional que façam com que as empresas aumentem (diminuem) sistematicamente o volume de informação divulgada aos investidores. Portanto, basta a existência de algum evento corporativo incomum para que se descaracterize a validade da *proxy*. Logo, em virtude do processo de não validação de Δ PAG como proxy da convergência, opta-se por não incluí-la nas análises seguintes, uma vez que não se pode garantir que a medida represente de fato que se quer medir.

Apesar das observações, a análise do indicador Δ PAG sugere duas interpretações importantes para a divulgação financeira. A primeira delas é que, por AUD ser positiva e estatisticamente significativa com Δ PAG em todas as abordagens de estimação, parece haver evidências que a atuação dos auditores independentes de fato influencia o volume de informação divulgada pelas companhias. Poder-se-ia inclusive questionar se as auditorias não fornecem modelos padrões de divulgação, o que faz com as empresas auditadas pelas Big Four apresentem uma extensão dos demonstrativos financeiros completos consideravelmente superior. Segundo, a concentração de votos parece também exercer influência relevante em Δ PAG. Da mesma maneira que AUD, a variável CV apresenta relação negativa e estatisticamente significativa em todos os cenários de estimação. Interpreta-se que a estrutura de propriedade das companhias, se são mais ou menos concentradas em pequenos grupos, parecem de fato influenciar a maneira como as empresas se comunicam com o mercado.

5.3 Heterogeneidade dos efeitos da convergência contábil no mercado de capitais

Examinam-se, a seguir, os efeitos da adoção dos dispositivos de convergência contábil no custo de capital e liquidez de mercado, representada pelo *bid-ask spread*, *impacto no preço* e *turnover da ação*. Se o mercado e o índice IAPC são capazes de diferenciar as empresas quanto ao comportamento de transição aos normativos internacionais, espera-se encontrar relação negativa com o custo de capital, *bid-ask* e *impacto no preço*; e positiva com o

turnover da ação. A análise é dividida em três seções, conforme a descrição metodológica (seção 3.2.2).

5.3.1 Análise de diferenças-em-diferenças dos incentivos e convergência

Nesta seção, apresentam-se os resultados dos testes de médias das variações nos incentivos e no nível de atendimento às práticas de convergência. Focam-se nas diferenças no custo de capital e liquidez de mercado entre as empresas com alto (baixo) atendimento das práticas de convergência e altos (baixos) níveis de incentivos individuais. Os Quadros 5 e 6 apresentam os resultados da análise, para cada um dos incentivos analisados:

- Quadro 5: (i) tamanho; (ii) exposição ao mercado internacional; (iii) necessidade de financiamento externo; (iv) expectativa de oportunidades de crescimento;
- Quadro 6: (iv) desempenho; (v) estrutura de propriedade e controle corporativo (concentração de votos e divergência de direitos); e (vii) empresa de auditoria externa.

Quadro 5 - Diferenças-em-Diferenças de IAPC e Incentivos: TAM, ADR, END e OCR

<i>Incentivo: Tamanho</i>									
CCP _{MD}		↓ TAM	↑ TAM		BIDASK		↓ TAM	↑ TAM	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	15.14%	14.13%	-1,01%*	↑ IAPC	(i)	0.0194	0.0072	-0,0123**
↓ IAPC	(ii)	15.78%	15.37%	-0.41%	↓ IAPC	(ii)	0.0231	0.0129	-0,0102*
	(i) - (ii)	-0,63%**	-1,24%**			(i) - (ii)	-0,0036***	-0,0057*	
IMPP		↓ TAM	↑ TAM		TURN		↓ TAM	↑ TAM	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	0.1236	0.0075	-0,1161*	↑ IAPC	(i)	0.1363	0.0672	-0,0690***
↓ IAPC	(ii)	0.2079	0.0538	-0,1541*	↓ IAPC	(ii)	0.0723	0.2052	0,1329***
	(i) - (ii)	-0,0843***	-0,0463*			(i) - (ii)	0,0639***	-0,1390***	
<i>Incentivo: ADR</i>									
CCP _{MD}		ADR	s/ ADR		BIDASK		ADR	s/ ADR	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	14.75%	14.75%	0.00%	↑ IAPC	(i)	0.0149	0.0097	-0.0052
↓ IAPC	(ii)	15.78%	15.15%	-0.64%	↓ IAPC	(ii)	0.0212	0.0132	-0.0080
	(i) - (ii)	-1,03%**	-0,40%**			(i) - (ii)	-0,0063*	-0,0034***	
IMPP		ADR	s/ ADR		TURN		ADR	s/ ADR	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	0.0905	0.0200	-0,0704*	↑ IAPC	(i)	0.0996	0.0969	-0.0027
↓ IAPC	(ii)	0.1720	0.0746	-0,0974**	↓ IAPC	(ii)	0.1434	0.0866	-0.0568
	(i) - (ii)	-0,0815***	-0,0545*			(i) - (ii)	-0.0438	0.0103	
<i>Incentivo: Necessidade de Financiamento</i>									
CCP _{MD}		↓ END	↑ END		BIDASK		↓ END	↑ END	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	14.13%	16.26%	2,13%**	↑ IAPC	(i)	0.0139	0.0094	-0,0045*
↓ IAPC	(ii)	15.17%	16.61%	1,44%**	↓ IAPC	(ii)	0.0194	0.0173	-0.0021
	(i) - (ii)	-1,06%*	-0.35%			(i) - (ii)	-0,0054**	-0,0079*	
IMPP		↓ END	↑ END		TURN		↓ END	↑ END	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	0.0695	0.0341	-0,0354**	↑ IAPC	(i)	0.1074	0.0755	-0.0319
↓ IAPC	(ii)	0.1685	0.0843	-0,0842**	↓ IAPC	(ii)	0.1571	0.0567	-0,1003***
	(i) - (ii)	-0,0990**	-0,0502**			(i) - (ii)	-0.0496	0,0188***	
<i>Incentivo: Oportunidades de Crescimento</i>									
CCP _{MD}		↓ OCR	↑ OCR		BIDASK		↓ OCR	↑ OCR	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	15.33%	13.37%	-1,96%**	↑ IAPC	(i)	0.0118	0.0144	0.0026
↓ IAPC	(ii)	16.53%	12.97%	-3,56%*	↓ IAPC	(ii)	0.0185	0.0189	0.0004
	(i) - (ii)	-1,20%**	0.40%			(i) - (ii)	-0,0068*	-0,0045*	
IMPP		↓ OCR	↑ OCR		TURN		↓ OCR	↑ OCR	
		(a)	(b)	(b) - (a)			(a)	(b)	(b) - (a)
↑ IAPC	(i)	0.0586	0.0613	0.0027	↑ IAPC	(i)	0.1161	0.0622	-0,0539***
↓ IAPC	(ii)	0.1481	0.1301	-0.0181	↓ IAPC	(ii)	0.0957	0.1791	0.0834
	(i) - (ii)	-0,0896*	-0,0688*			(i) - (ii)	0.0204	-0.1169	

A escolha entre os testes t ou Wilcoxon é feita com base na análise da distribuição de probabilidades das variáveis estimadas para amostra, se atende ou não ao critério de aproximação da distribuição normal. Utiliza-se o teste t para as variáveis CCP_{MD}, BIDASK e IMPP e o Wilcoxon para o TURN. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

Quadro 6 - Diferenças-em-Diferenças de IAPC e Incentivos: ROA, CV, IDD, AUD*Incentivo: Retorno sobre o Ativo*

CCP _{MD}		↓ ROA	↑ ROA	(b) - (a)	BIDASK		↓ ROA	↑ ROA	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	15.25%	14.15%	-1.10%	↑ IAPC	(i)	0.0133	0.0117	-0,0016***
↓ IAPC	(ii)	16.21%	14.69%	-1,51%***	↓ IAPC	(ii)	0.0192	0.0181	-0,0011***
(i) - (ii)		-0,95%***	-0,55%**		(i) - (ii)		-0,0059*	-0,0064*	
IMPP		↓ ROA	↑ ROA	(b) - (a)	TURN		↓ ROA	↑ ROA	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	0.0798	0.0325	-0,0473**	↑ IAPC	(i)	0.1177	0.0730	-0.0447
↓ IAPC	(ii)	0.1640	0.1142	-0,0498*	↓ IAPC	(ii)	0.1792	0.0577	-0,1215***
(i) - (ii)		-0,0842*	-0,0817*		(i) - (ii)		-0,0615*	0,0153**	

Incentivo: Concentração de Votos

CCP _{MD}		↓ CV	↑ CV	(b) - (a)	BIDASK		↓ CV	↑ CV	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	15.04%	15.23%	0.19%	↑ IAPC	(i)	0.0104	0.0106	0.0002
↓ IAPC	(ii)	15.76%	16.18%	0.42%	↓ IAPC	(ii)	0.0173	0.0138	-0,0036***
(i) - (ii)		-0,72%***	-0.95%		(i) - (ii)		-0,0069*	-0,0032**	
IMPP		↓ CV	↑ CV	(b) - (a)	TURN		↓ CV	↑ CV	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	0.0377	0.0282	-0.0095	↑ IAPC	(i)	0.0722	0.0806	0.0084
↓ IAPC	(ii)	0.0977	0.0784	-0.0193	↓ IAPC	(ii)	0.0487	0.1310	0.0823
(i) - (ii)		-0,05991**	-0,0501*		(i) - (ii)		0,0235**	-0,0504*	

Incentivo: Divergência de Direitos

CCP _{MD}		↓ IDD	↑ IDD	(b) - (a)	BIDASK		↓ IDD	↑ IDD	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	17.52%	14.54%	-2,98%***	↑ IAPC	(i)	0.0094	0.0107	0.0013
↓ IAPC	(ii)	16.71%	15.79%	-0,92%***	↓ IAPC	(ii)	0.0153	0.0151	-0.0002
(i) - (ii)		0.81%	-1,25%***		(i) - (ii)		-0,0059***	-0,0044*	
IMPP		↓ IDD	↑ IDD	(b) - (a)	TURN		↓ IDD	↑ IDD	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	0.0152	0.0380	0.0228	↑ IAPC	(i)	0.0588	0.0796	0.0208
↓ IAPC	(ii)	0.1074	0.0795	-0.0279	↓ IAPC	(ii)	0.0213	0.1201	0,0989**
(i) - (ii)		-0,0922*	-0,0416*		(i) - (ii)		0,0375*	-0.0405	

Incentivo: Auditoria 'Big Four'

CCP _{MD}		↓ AUD	↑ AUD	(b) - (a)	BIDASK		↓ AUD	↑ AUD	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	15.75%	14.87%	-0.89%	↑ IAPC	(i)	0.0115	0.0102	-0.0013
↓ IAPC	(ii)	16.28%	15.95%	-0.33%	↓ IAPC	(ii)	0.0154	0.0151	-0,0003***
(i) - (ii)		-0,53%**	-1,083%**		(i) - (ii)		-0.0039	-0,0049*	
IMPP		↓ AUD	↑ AUD	(b) - (a)	TURN		↓ AUD	↑ AUD	(b) - (a)
		(a)	(b)				(a)	(b)	
↑ IAPC	(i)	0.0570	0.0279	-0.0291	↑ IAPC	(i)	0.1403	0.0730	-0,0673**
↓ IAPC	(ii)	0.1443	0.0722	-0,0721***	↓ IAPC	(ii)	0.0489	0.1097	0.0608
(i) - (ii)		-0,0873*	-0,0443*		(i) - (ii)		0,0914*	-0,0367*	

A escolha entre os testes t ou Wilcoxon é feita com base na análise da distribuição de probabilidades das variáveis estimadas para amostra, se atende ou não ao critério de aproximação da distribuição normal. Utiliza-se o teste t para as variáveis CCP_{MD}, BIDASK e IMPP e o Wilcoxon para o TURN. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

Os resultados dos Quadros 5 e 6 indicam que, de maneira geral, tanto a segregação da amostra de acordo com os incentivos quanto em relação ao nível de atendimento às práticas de convergência, influenciam o comportamento médio das empresas em termos das consequências econômicas para o mercado de capitais. Os resultados são consistentes na maioria dos casos, apresentando sinal conforme esperado e significância estatística que apontam médias diferentes de 0 entre os grupos. Em outras palavras, a análise apresenta indícios de que mesmo mantendo-se fixo os incentivos individualmente, as variáveis econômicas são influenciadas pelo nível de atendimento às práticas de convergência. Da mesma maneira, manter fixo a influência do modelo contábil não impede a relevância dos incentivos no impacto da liquidez de mercado e do custo de capital próprio.

A seguir são resumidas as principais interpretações das análises:

- Custo de capital próprio: em todos os casos a segregação entre alto e baixo atendimento às práticas de convergência internacional é relevante para evidenciar diferenças significantes entre as médias dos grupos. Conforme esperado, as empresas com alto IAPC aparentam apresentar custos de capitais inferiores. Da mesma maneira, a segregação da amostra em termos de maior tamanho, menor endividamento, maiores oportunidades de crescimento, maior retorno sobre o ativo e menor índice de divergência de direitos são significantes para determinar menores CCPs médios.
- Bid-Ask Spread: em todos os casos a segregação entre alto e baixo atendimento às práticas de convergência internacional é relevante para evidenciar diferenças significantes entre as médias dos grupos. Conforme esperado, as empresas com alto IAPC aparentam apresentar bid-ask spread inferiores. Da mesma maneira, a segregação da amostra em termos de maior tamanho, menor endividamento, maior retorno sobre o ativo, menor concentração de votos e auditadas por big four são significantes para determinar menores BIDASK médios.
- Impacto no preço: em todos os casos a segregação entre alto e baixo atendimento às práticas de convergência internacional é relevante para evidenciar diferenças significantes entre as médias dos grupos. Conforme esperado, as empresas com alto IAPC aparentam apresentar impactos nos preços inferiores. Da mesma maneira, a segregação da amostra em termos de maior tamanho, menor endividamento, maior retorno sobre o ativo, maior exposição ao mercado internacional e auditadas por big four são significantes para determinar menores IMPP médios.

- Turnover da ação: a segregação entre alto e baixo atendimento às práticas de convergência é relevante para evidenciar diferenças significantes entre as médias dos grupos mantendo-se a maioria das variáveis de incentivos constantes, com exceção de exposição ao mercado internacional e oportunidades de crescimento. Conforme esperado, as empresas com alto IAPC aparentam apresentar turnover da ação inferiores. Da mesma maneira, a segregação da amostra em termos de maior tamanho, menor endividamento, maior retorno sobre o ativo, maior exposição ao mercado internacional e auditadas por big four são significantes para determinar menores TURN médios.

Os resultados desta seção sugerem que apesar das características particulares de mercado emergente do ambiente institucional brasileiro, a adoção de modelo contábil superior pode resultar em melhora no ambiente informacional das empresas e consequentemente em impactos positivos para o mercado de capitais. Todavia, é necessária cautela na interpretação dos resultados por principalmente dois motivos. Primeiro, há evidências de que tanto a liquidez de mercado quanto o custo de capital são influenciados pelos incentivos econômicos individuais das empresas, assim como estes incentivos são importantes determinantes das políticas de divulgação das empresas. Segundo, conforme expresso na metodologia do estudo (seção 3.1.2), esta abordagem estatística não permite controlar simultaneamente os efeitos dos diversos incentivos no atendimento das práticas de convergência.

Apesar das limitações, esta análise apresenta argumentos para a não rejeição das hipóteses H_{2A} e H_{2B} , ao mesmo tempo em que oferece certo contraponto aos resultados apresentados por Ball et al. (2003) e Christensen et al. (2008). Apesar dos autores evidenciarem a predominância dos incentivos na determinação da qualidade contábil, a presente análise reforça o potencial individual tanto da norma contábil internacional quanto dos incentivos econômicos de impactarem o mercado de capitais. Além da discussão sobre os possíveis problemas conceituais/econômicos das métricas de qualidade da informação utilizadas pelos autores (Kothari, 2001), uma das possibilidades é que estas métricas não reflitam aquilo que, do ponto de vista do investidor, seja relevante na avaliação de um modelo contábil.

5.3.2 Análise de regressão dos efeitos da convergência para o mercado de capitais condicionais aos incentivos

A Tabela 13 apresenta a análise de regressão do efeito da adoção das práticas de convergência no custo de capital próprio das companhias (Equação 2).

Tabela 13 - Efeito de IAPC no Custo de Capital Próprio

<i>Incentivos como variáveis de controle - dados em painel (efeitos fixos)</i>					
Equação 2	Modelos de Custo de Capital Implícito como Variáveis Dependentes				
	Média - CCP _{MD}	Claus e Thomas (2001) - CCP _{CT}	Gebhardt <i>et al.</i> (2001) - CCP _{GLES}	Ohlson e Juettner- Nauroth (2005) - CCP _{OJ}	Easton (2004) - CCP _{PEG}
Variáveis relacionadas ao risco:					
IAPC	-0.762** -2.060	-0.575*** -1.920	-0.576*** -1.640	-2.881** -2.010	-1.007*** -1.690
ln(AT)	-0.982* -3.010	-0.633** -2.190	-1.354* -4.040	-5.150* -2.680	-1.440** -2.050
EXPI	0.334 0.420	0.296 0.040	0.953 1.140	0.221 0.850	0.724 0.510
END	0.335* 3.210	0.221* 2.810	0.217** 1.990	0.763** 2.150	0.111 0.880
OCR	-0.288* -3.270	-0.182* -2.900	-0.227** -2.180	-0.204 -0.610	-0.179*** -1.640
ROA	0.674 0.630	0.676 1.020	-3.237 -0.550	-0.984*** -1.710	-3.843* -3.450
CV	0.341*** 1.760	0.404* 2.780	0.346*** 1.720	1.028*** 1.930	-0.112 -0.360
IDD	0.122 0.090	-1.182 -1.470	-0.732 -0.750	-1.186 -0.530	0.401 0.150
AUD	-0.371 -0.360	-0.823 -0.870	-1.914*** -1.650	-0.667*** -1.700	0.898 0.490
AERR	0.116 1.110	0.583 0.650	0.130 0.980	0.648 0.330	0.721 0.410
BETA	0.213 0.260	0.614 0.900	-0.534 -0.570	-1.532 -1.280	0.920 0.590
L/P	2.180* 6.370	6.160 1.070	1.780 0.140	3.440 0.200	3.550** 2.090
ANUM	- -	- -	-0.282* -2.860	- -	- -
Intercepto	1.772* 5.620	1.658* 6.750	3.344* 7.330	6.019** 2.050	2.619* 4.620
Efeitos Fixos	incluído	incluído	incluído	incluído	incluído
R²	39,1%	38,6%	41,8%	36,5%	38,7%
# Observações	236	225	231	186	179
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

Os resultados sugerem que o atendimento às práticas de convergência exerce influência sobre o custo de capital próprio das companhias. Conforme a expectativa, encontra-se relações

negativas e estatisticamente significantes entre todas as medidas de CCP e IAPC aos níveis usuais de significância (5 e 10%). Este resultado é importante, pois a análise de regressão permite a interpretação *ceteris paribus* dos coeficientes de IAPC, ou seja, o índice de atendimento às práticas de convergência exerce efeito negativo sobre o custo de capital da empresa mantendo-se constante os demais incentivos econômicos presentes (variáveis de controle).

Adicionalmente, encontram-se relações estatisticamente significantes entre pelo menos quatro medidas de CCP e as variáveis de incentivo, Tamanho ($\ln(A)$), Endividamento (END), Oportunidade de Crescimento (OCR) e Concentração de Votos (CV). Estas variáveis apresentam sinal e significância estatística de acordo com o predito, confirmando o disposto na literatura sobre a relevância delas na explicação do custo de capital e, portanto como importantes instrumentos de controle. A ideia fundamental é, por exemplo, que já seja esperado que companhias mais endividadas apresentem maiores custos de capital, sendo, desta forma, fundamental considerar o endividamento das empresas antes de se inferir a respeito da associação entre a divulgação dos dispositivos de convergência contábil e o custo de capitação. As variáveis Rentabilidade (ROA) e Auditoria *Big Four* (AUD) apresentaram relações estatísticas significantes apenas para dois modelos testados, CCP_{OJ} e CCP_{PEG}, e CCP_{OJ} e CCP_{GLES}, respectivamente. De acordo com o critério adotado de análise de sensibilidade dos resultados, requer-se significância estatística para pelo menos a maioria dos cenários, e, portanto, a inferência sobre seus impactos no custo de capital é somente limitada.

Em resumo, desta análise é possível extrair a seguinte interpretação: mesmo controlando-se simultaneamente para os incentivos que influenciam o perfil de adoção das práticas de convergência das empresas, o próprio modelo contábil internacional individualmente parece oferecer benefícios econômicos para o mercado de capitais (neste caso, em termos do custo de capital próprio). Assim, encontram-se indícios que o mercado brasileiro aparentemente diferencia as empresas associando-se menores custos de capital às empresas que apresentaram maiores níveis de atendimento às práticas de convergência (IAPC). Com isto, permite-se responder H_{2A} , não rejeitando a hipótese.

As análises apresentadas para a liquidez de mercado são espelho das realizadas para o custo de capital. A Tabela 14 apresenta a regressão do efeito da adoção das práticas de

convergência na liquidez de mercado das companhias (Equação 2). Utilizam-se as proxies, BIDASK, IMPP e TURN.

Tabela 14 - Efeito de IAPC na Liquidez de Mercado

<i>Incentivos como variáveis de controle - dados em painel (efeitos fixos)</i>			
Equação 2	BIDASK	IMPP	TURN
Variáveis Independentes			
Incentivos e Variáveis de Controle:			
IAPC	-4.123* -5.140	-6.419 -1.350	2.943** 2.140
ln(AT)	-0.824* -3.650	1.610*** 1.620	-1.041* -6.350
EXPI	-0.293*** -1.970	0.139 0.070	-0.630 -1.290
END	0.934 0.350	1.710 0.370	1.210 0.220
OCR	-1.572 -0.470	6.072 0.370	8.629 0.160
ROA	-3.530* -3.520	-5.930 -0.980	3.815 0.710
CV	-1.051** -2.150	-0.684 -1.130	-1.972* -2.760
IDD	0.163 0.580	-0.120 -0.270	0.629 0.860
AUD	0.549*** 1.980	-0.235 -0.750	0.410 0.930
AERR	-0.447*** -1.920	-0.968* -3.320	-0.128* -3.270
VOLUME	0.594 0.370	-1.450* -3.270	-1.550* -2.270
Intercepto	0.431* 7.970	0.226** 2.470	1.551* 6.570
Efeitos Fixos	incluído	incluído	incluído
R²	41,2%	37,2%	52,9%
# Observações	256	230	248
Teste-F	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

Os coeficientes das variáveis de convergência apresentam os sinais esperados para todos os casos, no entanto, não se obtêm significância estatística para *IMPP*. Novamente, conforme discutido para o custo de capital, a análise de regressão permite a interpretação do efeito *ceteris paribus* dos coeficientes de IAPC nas *proxies* para a liquidez de mercado. Assim, encontram-se evidências de que o índice de atendimento às práticas de convergência exerce efeito negativo sobre o *bid-ask spread* e positivo sobre o *turnover da ação* mantendo-se constante os demais incentivos econômicos presentes (variáveis de controle).

No caso do Impacto no Preço (IMPP), os resultados apontam não haver associação entre as companhias que apresentaram divulgação ampla dos dispositivos de convergência e àquelas cujo investidor possui menor habilidade de negociar a ação sem influenciar seu preço. As variáveis de controle relacionadas aos incentivos inseridas na regressão do BIDASK apresentam sinal e, na maioria dos casos, significância estatística de acordo com o predito (com exceção de END, OCR e IDD), confirmando o disposto na literatura sobre a relevância delas na explicação do *bid-ask spread* e, portanto como importantes instrumentos de controle.

A partir dos resultados das análises das variáveis de liquidez de mercado, observam-se relações estatisticamente significantes com o IAPC para duas das três medidas de liquidez: *Bid-Ask Spread* e *Turnover da Ação*. Este resultado sugere, portanto, haver evidências, mas não sob todas as condições do estudo, de que o nível de atendimento às práticas de convergência está associado (i) negativamente ao custo de transação relacionado à negociação da ação – assimetria informacional - (*Bid-Ask Spread*), e (ii) positivamente à velocidade com que determinado volume financeiro é negociado para cada ação (*Turnover da Ação*). Com isto, permite-se responder H_{2B} , não rejeitando a hipótese (para as *proxies* BIDASK e TURN).

Em resumo, esta seção soma aos resultados da análise anterior, a interpretação de que mesmo com o controle simultâneo dos incentivos, o próprio modelo contábil internacional individualmente parece oferecer benefícios em termos do custo de capital próprio e liquidez de mercado (com exceção de IMPP).

5.3.3 Análise de regressão dos efeitos da convergência para o mercado de capitais: incentivos econômicos interativos

A abordagem de testes de diferenças de médias apresentada na seção 5.3.1 permitiu a avaliação da influência dos incentivos e do compromisso com o atendimento das práticas de convergência de maneira independente. Na seção anterior, avaliou-se o impacto de IAPC no custo de capital e liquidez de mercado controlando-se os incentivos econômicos simultaneamente. Nesta seção, avaliam-se as interações entre as variáveis, ou seja, consideram-se os potenciais fatores interativos relevantes no relacionamento entre o atendimento das práticas de convergência e as variáveis econômicas das companhias. Procura-se avaliar, por exemplo, se o impacto do atendimento às práticas de convergência

contábil no custo de capital/liquidez de mercado é mais significativo para companhias maiores ou com estrutura de propriedade mais difusa.

A Tabela 15 a seguir apresenta a análise de regressão do efeito da adoção das práticas de convergência no custo de capital próprio utilizando variáveis de incentivos interativas. Conforme descrito na seção 3.1.2 esta análise pode complementar os resultados da análise anterior.

Tabela 15 - Efeito de IAPC no Custo de Capital Próprio: incentivos interativos

<i>Incentivos interativos como variáveis de controle - dados em painel (efeitos fixos)</i>					
Equação 3	Modelos de Custo de Capital Implícito como Variáveis Dependentes				
	Média - CCP _{MD}	Claus e Thomas (2001) - CCP _{CT}	Gebhardt <i>et al.</i> (2001) - CCP _{GLS}	Ohlson e Juettner- Nauroth (2005) - CCP _{OJ}	Easton (2004) - CCP _{PEG}
Variáveis relacionadas ao risco:					
IAPC	-1.029** -2.270	-0.680*** -1.800	-1.621*** -1.660	-1.156*** -1.652	-1.235*** -1.646
IAPC*ln(AT)	-1.100* -2.590	-0.808** -2.040	-1.780*** -3.530	-1.950* -2.710	-4.770** -1.870
IAPC*EXPI	0.328 0.290	0.413 0.040	1.676 1.380	0.846 0.050	2.725 1.250
IAPC*END	0.412* 2.930	0.301* 2.650	0.328** 2.200	0.627** 2.290	0.154 0.670
IAPC*OCR	-0.364* -3.020	-0.252* -2.770	-0.342** -2.430	-0.533** -2.110	-0.213 -1.130
IAPC*ROA	0.276 0.160	0.631 0.620	-6.425 -0.690	1.054 0.580	-0.110 -0.530
IAPC*CV	0.819* 3.590	0.604* 2.730	0.274 0.890	0.864* 2.830	1.070* 2.430
IAPC*IDD	-0.870 -0.610	-1.767 -1.510	-1.467 -0.950	0.165 0.610	-1.557 -0.430
IAPC*AUD	-0.747 -0.480	-1.355 -0.940	2.790 1.510	0.925 0.420	0.719 0.250
AERR	0.067 0.690	0.451 0.520	0.106 0.790	1.883 0.940	0.252 0.140
BETA	0.300 0.370	0.590 0.860	-0.352 -0.370	-0.832 -0.610	2.634** 1.660
L/P	2.140* 6.740	5.940 1.020	-1.380 -0.110	7.720 0.770	3.160** 1.860
ANUM	- -	- -	-0.305* -3.130	- -	- -
Intercepto	1.932* 7.410	1.747* 8.110	1.752* 6.740	2.160* 6.080	2.031* 4.640
Efeitos Fixos	incluído	incluído	incluído	incluído	incluído
R²	30,7%	35,7%	37,3%	41,1%	37,9%
# Observações	236	225	231	189	175
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

Conforme resultado da seção 5.3.1, neste caso, IAPC continuou apresentando coeficientes positivos e significantes estatisticamente com todas as estimativas de custo de capital utilizadas. Adicionalmente, das variáveis interativas construídas, aquelas baseadas no Tamanho ($\ln(AT)$), Endividamento (END), Oportunidades de Crescimento (OCR) e Concentração de Votos (CV), também apresentaram resultado com sinal conforme esperado e significantes estatisticamente (1, 5 e 10%). Esse resultado sugere a seguinte interpretação: o efeito econômico do impacto de IAPC no custo de capital próprio é maior para as empresas (i) maiores, (ii) menos endividadas, (iii) com maiores oportunidades de crescimento e (iv) com estrutura de propriedade menos concentrada. As demais variáveis de incentivos são estatisticamente significantes apenas ocasionalmente, não se permitindo fazer as mesmas inferências das anteriores. Com isto, permite-se responder H_{2C} , não rejeitando a hipótese para os incentivos AT, END, OCR e CV, no caso do custo de capital.

Em resumo, encontram-se indícios que os incentivos econômicos exercem importante papel na relação entre o atendimento das práticas de convergência e o custo de capital das companhias. Para lidar com a questão da influência dos incentivos subjacentes na relação entre o IAPC e a liquidez de mercado, apresenta-se a Tabela 16.

Tabela 16 - Efeitos de IAPC na Liquidez de Mercado: incentivos interativos

<i>Incentivos como variáveis de controle - dados em painel (efeitos fixos)</i>			
Equação 3	BIDASK	IMPP	TURN
Variáveis Independentes			
Incentivos e Variáveis de Controle:			
IAPC	-3.390*	-0.722	2.536*
	-2.670	-0.890	5.760
IAPC*ln(AT)	-0.878	2.220**	-1.488*
	-4.190	1.960	-5.890
IAPC*EXPI	-0.402*	0.975	-0.765
	-1.730	0.040	-1.120
IAPC*END	0.253***	-1.450	-1.230
	0.070	-0.510	-0.160
IAPC*OCR	-0.835	6.258	3.059
	-0.180	0.300	0.430
IAPC*ROA	-5.493	-1.935	2.604
	-3.680	-0.890	0.340
IAPC*CV	-1.623*	0.281*	-3.010*
	-2.400	0.390	-2.730
IAPC*IDD	-0.152**	0.358***	0.535
	-0.290	1.620	0.500
IAPC*AUD	0.875	-0.326	0.950
	2.050	-0.700	1.330
AERR	-0.714**	-0.101*	-2.991*
	-1.720	-3.650	-4.220
VOLUME	0.701***	-0.150*	-1.430**
	0.040	-3.760	-2.000
Intercepto	0.384*	0.152*	0.316
	7.340	3.790	0.030
Efeitos Fixos	incluído	incluído	incluído
R²	39,5%	34,3%	51,3%
# Observações	256	249	248
Teste-F	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

Inicialmente, observa-se que a variável IAPC, apresenta comportamento conforme resultado apresentado pela Equação 2. Em outras palavras, a variável apresenta sinal e significância estatística aderentes com a interpretação de que o mercado diferencia as companhias em termos da liquidez de mercado (com exceção de IMPP) em função do nível de atendimento às práticas de convergência.

No caso do BIDASK, as variáveis de incentivos interativas EXPI, END, CV e IDD são significantes aos níveis usuais de significância. Isto implica que, a relação existente entre o IAPC e a liquidez de mercado é influenciada pelos incentivos subjacentes das empresas, tanto positivamente quanto negativamente. Ou seja, a influência do modelo contábil internacional na redução do custo de transação das companhias é mais significativa para empresas (i) mais

expostas ao mercado internacional e menos significativa para empresas (ii) mais endividadas e (iii) com estruturas de propriedade e controle mais concentradas.

Para a regressão do TURN como variável dependente, apenas AT e CV são significantes estatisticamente. Neste caso, a hipótese da influência dos incentivos na relação entre o atendimento das práticas de convergência e a liquidez de mercado é mais fraca, apesar de significativa para o tamanho e a estrutura de propriedade e controle.

Em resumo, observa-se que existe um efeito interativo entre os incentivos e os efeitos das práticas de convergência. Em outras palavras, além das evidências de que os incentivos influenciam o comportamento das empresas perante a adoção do modelo contábil (seção 5.1), encontram-se indícios de que estes incentivos também exercem importante papel no efeito do modelo contábil para o mercado de capitais.

Conectando as análises da seção 5.3 – Equações 2 e 3 e testes de médias –, interpreta-se que a adoção de modelo contábil superior pode resultar em consequências econômicas positivas para as companhias no mercado de capitais, tanto em termos do custo de capital quanto para a liquidez de mercado. No entanto, as evidências apontam que tanto o modelo contábil quanto os incentivos subjacentes são importantes na explicação do comportamento da liquidez de mercado e do custo de capital. Portanto, a mensuração desta relação deve estar condicionada à análise dos incentivos subjacentes das empresas, pois eles influenciam diretamente o comportamento de divulgação financeira das empresas. Estes indícios corroboram com a preocupação da literatura internacional (Ball, 2006) sobre o foco isolado da influência dos modelos contábeis na divulgação corporativa, uma vez que a prática da divulgação pode ser fortemente sensível aos incentivos subjacentes dos gestores responsáveis pela preparação das demonstrações financeiras.

5.4 Análise intertemporal dos efeitos da convergência no mercado de capitais

Esta seção direciona o foco para a investigação intertemporal do impacto da adoção das práticas de convergência às normas internacionais no custo de capital próprio e liquidez de mercado das companhias brasileiras. Entre os períodos de 2006 a 2009, analisa-se o

comportamento do custo de capital e liquidez de mercado em torno da data de adoção das práticas de convergência no Brasil.

5.4.1 Análise intertemporal de IAPC no mercado de capitais: testes de médias

Na primeira análise, investiga-se o comportamento do custo de capital e liquidez de mercado no período anterior e posterior à convergência. Considera-se o ano de 2008 da adoção da Lei 11.638/07 como período de referência para o marco da convergência.

O Quadro 7 apresenta os resultados dos testes de médias entre os grupos de alto e baixo atendimento às práticas de convergência.

Quadro 7 - Diferenças-em-Diferenças em torno da data de Convergência

<i>CCP_{MD}</i>				<i>BIDASK</i>				
		2006-07 (anos pré- adoção) (a)	2008-09 (anos pós- adoção) (b)	(b) - (a)		2006-07 (anos pré- adoção) (a)	2008-09 (anos pós- adoção) (b)	(b) - (a)
Alto IAPC	(i)	14,59%	15.11%	0,52%**	Alto IAPC	0.0128	0.0148	0,0020**
Baixo IAPC	(ii)		16.01%	1,42%**	Baixo IAPC		0.0224	0,0095**
	(i) - (ii)	-	-0,90%*			(i) - (ii)	-	-0,0075**

<i>IMPP</i>				<i>TURN</i>				
		2006-07 (anos pré- adoção) (a)	2008-09 (anos pós- adoção) (b)	(b) - (a)		2006-07 (anos pré- adoção) (a)	2008-09 (anos pós- adoção) (b)	(b) - (a)
Alto IAPC	(i)	0,0599	0.0862	0,0262**	Alto IAPC	0.1390	0.0756	-0.0634
Baixo IAPC	(ii)		0.1992	0,1392***	Baixo IAPC		0.0975	-0.0415
	(i) - (ii)	-	-0,1130**			(i) - (ii)	-	-0.0219

A escolha entre os testes t ou Wilcoxon é feita com base na análise da distribuição de probabilidades das variáveis estimadas para amostra, se atende ou não ao critério de aproximação da distribuição normal. Utiliza-se o teste t para as variáveis CCP_{MD}, BIDASK e IMPP e o Wilcoxon para o TURN. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal).

Inicialmente, do ponto de vista da empresa, observa-se que todas as variáveis econômicas do estudo (CCP, BIDASK, IMPP e TURN) apresentam pioras em seus valores entre 2006 e 2009. Este resultado é condizente com o cenário da crise financeira de 2008, período em que o mercado brasileiro, em virtude da grande instabilidade macroeconômica internacional, apresentou forte queda nos valores dos ativos. O que esta análise sugere é que, entre estes períodos, houve aumento do custo de capital, *bid-ask spread* e impacto no preço; e

diminuição do *turnover da ação* (este último resultado porém não significativo), independente do grupo de empresas analisadas (alto ou baixo atendimento às práticas de convergência).

Quanto ao efeito da convergência, duas observações são pertinentes. Primeiro, as análises das médias entre os grupos com alto e baixo IAPC sugerem que os grupos apresentam características distintas quanto aos parâmetros CCP, BIDASK e IMPP. As diferenças entre as médias testadas para TURN não apresentaram significância estatística aos níveis usuais de significância. Segundo, o efeito negativo nas variáveis CCP, BIDASK e IMPP entre os períodos de 2006-07 e 2008-09 são inferiores para os grupos que apresentaram alto IAPC. Este resultado pode sugerir que o aumento no custo de capital e diminuição na liquidez de mercado entre os períodos analisados são atenuados para as empresas que apresentam alto atendimento às práticas de convergência.

Ao mesmo tempo em que os resultados apresentados são coerentes com o esperado e indicam o potencial de contribuição da convergência para o ambiente econômico das empresas, a crise financeira impõe certa cautela na interpretação da presente análise intertemporal. Ressalta-se que momentos de crise não são condições ideais para estudos com variáveis de mercado, uma vez que estas variáveis podem apresentar comportamentos mistos, elevados desvios padrões ou um número significativo de *outliers*, dificultando a interpretação de resultados estatísticos. Em virtude do período de convergência coincidir com o período da crise financeira, não há solução isenta de fortes limitações para a análise intertemporal. Portanto, devem-se considerar tais restrições nas interpretações realizadas nesta seção.

5.4.2 Análise de regressão do efeito intertemporal de IAPC no CCP

Neste item, apresenta-se a análise de regressão do efeito intertemporal de IAPC no custo de capital próprio. Separa-se a análise em duas etapas. A primeira delas utiliza os incentivos econômicos como variáveis de controle. A segunda aplica as variáveis de incentivo como fatores multiplicativos nas regressões. Nestes casos, ao contrário da análise de diferenças de médias anterior, é possível controlar os efeitos dos incentivos econômicos subjacentes, adicionando-os como variáveis de controle.

As Tabelas 17 e 18 apresentam os efeitos intertemporais de IAPC no custo de capital utilizando as variáveis de incentivos, respectivamente, como controles na regressão e como variáveis interativas.

Tabela 17 - Efeito intertemporal de IAPC no Custo de Capital Próprio

<i>Incentivos como variáveis de controle</i>					
Equação 4	Modelos de Custo de Capital Implícito como Variáveis Dependentes				
	Média - CCP _{MD}	Claus e Thomas (2001) - CCP _{CT}	Gebhardt <i>et al.</i> (2001) - CCP _{GLS}	Ohlson e Juettner- Nauroth (2005) - CCP _{OJ}	Easton (2004) - CCP _{PEG}
Variáveis Independentes					
Variáveis relacionadas ao risco:					
yDepois	0.783*** 1.66	1.107** 2.22	0.677*** 1.63	1.067*** 1.78	-1.342*** -1.64
IAPC_D	-0.537 -0.74	-0.493 -0.86	-0.75 -0.93	0.116 0.13	0.766 0.62
ln(AT)	-0.203** -2.46	-0.182* -2.79	-0.929* -3.39	-0.214* -2.6	-0.974** -2.42
EXPI	0.328 0.43	0.216 0.32	0.498 0.67	-0.888 -0.01	0.893 0.78
END	0.357* 3.48	0.271* 3.05	0.352** 2.13	0.289** 2.19	0.233** 2.12
OCR	-0.304* -2.88	-0.130 -1.1	-0.201*** -1.67	-0.289** -2.02	-0.284* -2.59
ROA	-0.197 -1.05	0.639 1.23	-1.106*** -1.62	0.464 0.65	-0.696*** -1.63
CV	2.233*** 1.63	-1.563 -1.04	2.627 1.41	1.825 0.82	1.839 0.76
IDD	-2.961 -1.44	-3.462*** -1.66	-2.129 -0.8	-2.848 -0.83	-4.113*** -1.67
AUD	-0.780 -0.84	-1.584** -1.96	0.176 0.18	-0.548 -0.44	-3.261*** -1.96
AERR	0.095 0.99	0.865* 5.62	0.872* 3.36	1.187* 3.74	0.319 0.84
BETA	-0.343 -0.06	2.728 0.49	1.117 0.17	-0.417 -0.05	2.479** 2.49
L/P	- -	-0.325 -2.17	-0.585* -4.49	-0.656* -3.43	-0.101 -0.4
ANUM	-1.936** -2.09	-0.124** -1.44	- -	-0.126 -1.07	- -
Intercepto	1.811* 6.95	1.877* 6.61	2.775* 5.32	2.023* 4.52	3.704* 5.2
Efeitos Fixos	não	não	não	não	não
R²	43,3%	45,6%	52,9%	53,5%	25,8%
# Observações	335	293	298	250	227
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

Os resultados gerais evidenciam que apenas yDepois e as variáveis de incentivo são significantes aos níveis considerados de significância. O coeficiente de yDepois, conforme

esperado, apresenta sinal positivo, significando um aumento no custo de capital próprio para as observações de 2008 e 2009. Este resultado pode ser interpretado (inclusive as limitações) da mesma maneira que a seção anterior, ou seja, atribuindo-se este cenário à recente crise financeira dos mercados. Para os propósitos da pesquisa, no entanto, observa-se que o mero controle do período na regressão (y_{Depois}), somados aos incentivos (AT, END e OCR⁵²) e a algumas variáveis de controle (L/P e ANUM), explicam quase 50% (com exceção de CCP_{PEG}) da variação no custo de capital próprio. Neste caso, portanto, quando se controla para as diversas variáveis potencialmente correlacionadas com o risco das empresas, não se obtêm evidências de que o compromisso com a adoção das práticas de convergência ao IFRS resulte efetivamente em redução do custo de capital no período estudado (2006-2009).

Este resultado é de certa forma intrigante, comparando-se com os demais resultados obtidos nas seções anteriores. Ao passo que nas análises anteriores foi possível destacar tanto o efeito individual do nível de adoção das práticas de convergência no custo de capital, assim como em coletivo com os incentivos, quando se considera o efeito intertemporal na efetiva redução do custo de capital, a variável deixa de apresentar significância. Novamente, esta evidência é limitada em função do período de adoção das práticas de convergência que coincidem com o período da última grande crise financeiro nos mercados, conforme discutido na seção anterior.

A Tabela 18, no entanto, esclarece alguns pontos. Ao adicionar o efeito interativo dos incentivos, as variáveis multiplicativas de IAPC com o AT, EXPI, END e OCR apresentam sinal conforme predito e significância estatística dentro dos padrões de significância. Isto implica na seguinte interpretação: para as empresas (i) maiores, (ii) mais expostas ao mercado internacional, (iii) menos endividadas e (iv) com maiores oportunidades de crescimento, o nível de atendimento às práticas de convergência é significativo para a explicação do comportamento intertemporal do custo de capital. Assim, observa-se que a análise do efeito da convergência no comportamento intertemporal do custo de capital é apenas condicionada aos incentivos subjacentes das empresas, ou seja, os incentivos parecem dominar o efeito da convergência aos padrões internacionais.

⁵² Menos frequentemente, com alguns CCP específicos, os incentivos ROA, CV, IDD e AUD também apresentam significância estatística.

Tabela 18 - Efeito intertemporal de IAPC no CCP: incentivos interativos*Incentivos interativos como variáveis de controle*

Equação 4	Modelos de Custo de Capital Implícito como Variáveis Dependentes				
	Média - CCP _{MD}	Claus e Thomas (2001) - CCP _{CT}	Gebhardt <i>et al.</i> (2001) - CCP _{GLES}	Ohlson e Juettner- Nauroth (2005) - CCP _{OJ}	Easton (2004) - CCP _{PEG}
Variáveis Independentes					
Variáveis relacionadas ao risco:					
yDepois	1.059***	1.268**	-0.552	1.197***	1.1
	1.74	1.86	-1	1.64	1.03
IAPC_D	-0.388	0.356	-0.571	0.485	1.009
	-0.54	0.05	-0.67	0.49	0.74
yDepois*IAPC_D*ln(AT)	-1.21*	-0.924**	0.174	-0.353	-0.764
	-4.85	-2.4	0.32	-0.8	-0.06
yDepois*IAPC_D* EXPI	-1.922***	-2.501**	0.109	-3.118***	-4.887***
	-1.63	-2.28	0.01	-1.65	-1.96
yDepois*IAPC_D*END	0.422**	0.414***	0.743*	0.925***	1.181**
	2.00	1.72	2.72	2.79	2.3
yDepois*IAPC_D*OCR	-0.496*	-0.339*	-0.671*	-0.693***	-0.858*
	-3.42	-2.81	-3.38	-3.14	-3.4
yDepois*IAPC_D*ROA	0.133	-1.501*	-0.874	-2.243**	-0.443
	0.43	-2.66	-1.03	-2.47	-0.4
yDepois*IAPC_D*CV	4.358**	0.168	2.581	0.723	1.975
	2.44	0.08	1.23	0.15	0.5
yDepois*IAPC_D*IDD	3.227**	2.34***	-0.97	1.008	-2.773
	2.40	1.74	-0.65	0.26	-1.11
yDepois*IAPC_D*AUD	0.932	-0.17	1.094	0.816	-0.735
	0.74	-0.14	0.79	0.45	-0.35
AERR	0.144	0.889*	0.997*	1.347*	0.2
	1.35	5.62	3.88	4.74	1.16
BETA	-0.316	5.677	3.313	1.003	1.854**
	-0.05	0.99	0.47	0.13	1.98
L/P	-	0.349**	0.611*	0.741*	6.164***
	-	2.46	4.35	4.38	5.06
ANUM	-2.112*	-0.135***	-	-0.183***	-
	-2.74	-1.89	-	-1.81	-
Intercepto	1.522*	1.342*	1.253*	1.826***	1.868
	18.68	16.76	14.88	15.56	14.02
Efeitos Fixos	não	não	Não	não	não
R²	41,1%	46,1%	47,1%	53,2%	27,5%
# Observações	335	293	298	250	270
Teste-F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

Em resumo, os resultados desta seção indicam que, quando analisado o efeito intertemporal da convergência no custo de capital próprio, os incentivos permanecem significantes, enquanto o efeito da convergência fica condicionado à presença dos incentivos. Neste sentido, há evidências de que, neste caso, os incentivos parecem sobrepor os efeitos da adoção das práticas de convergência.

5.4.3 Análise de regressão do efeito intertemporal de IAPC na liquidez de mercado

A análise desta seção é espelho da análise da seção anterior, estudando-se neste caso o efeito intertemporal de IAPC na liquidez de mercado. Novamente, separa-se a interpretação dos resultados em duas etapas. A primeira delas utiliza os incentivos econômicos como variáveis de controle. A segunda aplica as variáveis de incentivo como fatores multiplicativos nas regressões.

As Tabelas 19 e 20 apresentam os efeitos intertemporais de IAPC na liquidez de mercado, utilizando as variáveis de incentivos, respectivamente, como controles na regressão e como variáveis interativas.

Tabela 19 - Efeito intertemporal de IAPC na Liquidez de Mercado

<i>Incentivos como variáveis de controle</i>			
Equação 5			
Variáveis Independentes	BIDASK	IMPP	TURN
Incentivos e Variáveis de Controle:			
yDepois	-0.488*	-0.917*	-3.315
	-2.58	-3.3	-0.83
IAPC_D	-0.467***	-8.912*	-8.802
	-1.89	-2.57	-0.69
ln(AT)	-0.213*	0.425***	-3.13***
	-2.66	1.83	-1.65
EXPI	-0.325**	-5.645**	-2.17
	-1.97	-2.22	-0.66
END	-0.577***	-4.94	-0.89***
	-1.94	-1.28	-1.6
OCR	0.118	-1.479	0.115
	1.05	-1.1	0.05
ROA	-0.459*	-0.696*	-0.587***
	-2.64	-2.98	-1.72
CV	-0.22	-1.098	-0.957
	-0.54	-1.53	-1.26
IDD	-0.465	1.155	5.19
	-0.1	0.2	0.99
AUD	-0.163	-0.814	-1.922
	-0.06	-1.04	-0.5
VOLUME	-3.21	-2.15*	1.19***
	-0.38	-2.64	1.58
Intercepto	0.534*	0.304*	1.511
	3.62	2.81	1.15
Efeitos Fixos	Não	Não	não
R²	49,5%	36,7%	35,9%
# Observações	425	424	426
Teste-F	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

No caso da liquidez de mercado, os resultados gerais evidenciam que y_{Depois} e IAPC são significantes aos níveis considerados de significância. Os incentivos, de maneira geral, não apresentaram significância estatística conforme esperado (exceção de END). O coeficiente de y_{Depois} nas regressões com BIDASK e IMPP apresenta sinal negativo, significando uma diminuição no custo de transação e na capacidade de um investidor influenciar o preço da ação (BIDASK e IMPP) para as observações de 2008 e 2009. A significância de IAPC apresenta evidências de que o compromisso das empresas com a adoção das práticas de convergência ao IFRS resulta em redução do BIDASK e IMPP no período estudado (2006-2009).

Ao contrário dos resultados com o custo de capital, a presente análise da liquidez de mercado, destaca apenas o efeito individual do nível de adoção das práticas de convergência e não dos incentivos. Novamente, esta evidência é limitada em virtude do período de adoção das práticas de convergência coincidirem com o período da última grande crise financeiro nos mercados, conforme discutido na seção anterior.

A Tabela 20 apresenta o resultado da análise da adição das variáveis multiplicativas no modelo. No entanto, ao adicionar o efeito interativo dos incentivos, IAPC apresenta significância estatística, enquanto as variáveis de incentivos continuaram não significantes. Isto sugere que no caso da análise intertemporal da liquidez de mercado, encontra-se que o efeito dos incentivos para a mensuração do nível de atendimento às práticas de convergência é fraco. Assim, observa-se que o efeito intertemporal da convergência no comportamento da liquidez de mercado no período de 2006 a 2009 parece dominar o efeito condicional dos incentivos subjacentes das empresas.

Tabela 20 - Efeito intertemporal de IAPC na Liquidez de Mercado: incentivos interativos

Análise de Regressão do efeito intertemporal da Adoção das Práticas de Convergência na Liquidez de Mercado

Painel B: Incentivos interativos como variáveis de controle

Equação 5	BIDASK	IMPP	TURN
Variáveis Independentes			
Incentivos e Variáveis de Controle:			
yDepois	-0.235***	-0.465**	-0.992
	-1.9	-2.36	-0.6
IAPC_D	-1.046**	-1.514**	-1.268
	-2.08	-2.02	-0.54
yDepois*IAPC_D*ln(AT)	-2.667	1.36	-2.497
	-0.52	0	-1.03
yDepois*IAPC_D*EXPI	0.202	4.825	1.451
	0.74	1.3	0.29
yDepois*IAPC_D*END	0.805***	2.086***	-2.612
	1.77	1.81	-1.2
yDepois*IAPC_D*OCR	-1.509	-2.124	6.436
	-0.44	-0.53	0.89
yDepois*IAPC_D*ROA	-2.28	-1.264	-1.839
	-0.3	-0.63	-1.28
yDepois*IAPC_D*CV	-0.707	-1.272***	1.957
	-0.98	-1.79	0.76
yDepois*IAPC_D*IDD	-2.765	-1.004	2.693
	-0.49	-1.04	1.22
yDepois*IAPC_D*AUD	2.638	0.227	9.741
	0.86	0.5	1.16
VOLUME	-28.5*	-2.49*	0.38***
	-3.87	-2.99	1.65
Intercepto	0.141*	0.902*	0.656*
	8.27	3.1	3.46
Efeitos Fixos	não	não	não
R²	35,6%	22,1%	24,7%
# Observações	425	424	399
Teste-F	0.000	0.000	0.000

Por questões expositivas, os coeficientes das são multiplicados por múltiplos de 10. *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% (bicaudal). Em todos os casos são utilizados erros padrões robustos à heterocedasticidade, em função da análise do teste de Breush-Pagan.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal da pesquisa foi avaliar se o grau do atendimento às práticas de convergência contábil internacional exercem influência sobre o custo de capital e a liquidez de mercado das companhias no Brasil, condicionais aos seus incentivos individuais subjacentes. Apesar do foco na regulação, essa dissertação não deve ser entendida como uma argumentação favorável à necessidade de regulação ou de reformas regulatórias. De fato, ressalta-se a importância das forças de mercado influenciando a divulgação e as escolhas das companhias, assim como a interação com atos regulatórios.

São três as questões centrais relacionadas aos propósitos específicos da pesquisa. Primeiro, os incentivos subjacentes às companhias influenciam o nível de adoção das práticas de convergência em um ambiente com características emergentes? Segundo, o nível de adoção das práticas de convergência está associado a melhoras no ambiente informacional da empresa, com impacto no custo de capital próprio e liquidez de mercado, em uma economia com características institucionais distintas dos países europeus? Por último, qual o papel dos incentivos econômicos subjacentes nesta relação?

Duas visões contrastantes motivam esta investigação. A primeira delas defende que pelo fato do IFRS impor maior nível de divulgação em relação ao GAAP local, o ambiente informacional da companhia se beneficiará de melhores relatórios contábeis e transparência financeira (Barth, 2008). A visão contrastante é que a maior qualidade do normativo contábil não necessariamente implica em melhor divulgação financeira (Ball, 2006). O principal argumento desta visão é que a qualidade dos relatórios contábeis é fortemente moldada não pelas normas contábeis somente, mas também pela intensidade das forças político-econômicas, pela infraestrutura legal do país e pelos incentivos condicionais subjacentes das companhias. Apesar da discussão, os órgãos reguladores frequentemente justificam a convergência internacional baseando-se no aumento da qualidade da informação, na melhora da comparabilidade e, conseqüentemente, na existência de benefícios econômicos para o mercado de capitais. É papel da literatura de contabilidade e finanças oferecer respostas empíricas para estas justificativas, que na essência científica são apenas hipóteses. Neste

sentido, esta dissertação ofereceu subsídios empíricos para contribuir com potenciais respostas para a discussão.

Metodologicamente, o estudo subdividiu-se em três análises complementares, que fundamentam o problema de pesquisa e as hipóteses propostas:

1. Os determinantes do atendimento das práticas de convergência: investigação dos possíveis fatores que levam algumas empresas a terem o maior compromisso com a adoção das práticas de convergência internacional;
2. A heterogeneidade nas consequências e incentivos econômicos: investigação do possível impacto *cross-section* do atendimento das práticas de convergência no custo de capital próprio e liquidez de mercado das companhias, considerando os incentivos condicionais subjacentes; e
3. A análise temporal dos efeitos da convergência contábil no mercado de capitais: investigação intertemporal da influência do atendimento às práticas internacionais sobre o custo de capital próprio e liquidez de mercado das companhias, considerando os incentivos condicionais subjacentes.

Em relação à primeira análise, os resultados sugerem, em linha com os argumentos e discussões apresentadas pela recente literatura sobre a adoção do IFRS (Ball, 2006; Leuz e Wysocki, 2008, Soderstrom e Sun, 2007; Hail *et al.*, 2009), que os incentivos individuais das empresas podem exercer considerável influência sobre o perfil de adoção e divulgação das práticas contábeis internacionais. Neste sentido, os resultados apresentados conduzem para duas conclusões empíricas: (i) não rejeição da hipótese H_1 ; e (ii) validação do índice IAPC como instrumento de captura do compromisso das empresas com as mudanças materiais nas suas políticas contábeis como consequência da adoção das práticas de convergência contábil internacionais. Os resultados estatísticos apontam relações significantes positivas entre o IAPC e as variáveis $\ln(\text{TAN})$, OCR e ROA, e significantes negativas com as variáveis END, CV e IDD. Esta constatação sugere que empresas (i) maiores; (ii) menos endividadas; (iii) com maiores oportunidades de crescimento; (v) maior desempenho; e (vi) estrutura de propriedade e controle corporativo mais difusa, estão mais propensas a adotarem as práticas de convergência de maneira que perfaçam mudanças materiais em suas políticas contábeis.

A primeira análise ainda evidencia outros resultados:

- O sentido da relação entre a qualidade das práticas de convergência e o tamanho/estrutura de propriedade não eram claro de antemão. No caso do tamanho, os resultados apontam que o efeito relativo à existência de maiores custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, fazendo com que a empresa grande necessite de elevada qualidade da informação contábil para mitigar este problema, parece sobrepor o efeito de seu menor crescimento em relação as empresas menores. Portanto, observa-se relação positiva com o IAPC.
- Em relação à estrutura de propriedade e controle, o efeito da maior possibilidade de expropriação do minoritário parece sobrepor o comportamento de compensação que a empresa poderia ter em função desta maior possibilidade. Portanto, CV e IDD apresentam relação negativa com IAPC.
- Os coeficientes de AUD e AERR são significantes na regressão com dados em painel, significando que, controlados os potenciais fatores constantes no tempo, encontram-se evidências de que o tipo da empresa de auditoria externa (*big four* ou não) impacta o nível de atendimento das práticas de convergência, assim como, a precisão das estimativas dos analistas depende de tais práticas. Estes resultados sugerem que o trabalho realizado pelas auditorias externas possui efetiva contribuição ao processo de convergência internacional e que a qualidade da informação contábil influencia diretamente a habilidade dos analistas em estimarem os resultados das empresas.
- Por último, não se confirma que a variável ΔPAG apresenta relação com os incentivos econômicos de maneira geral. Assim, essa evidência sugere que a variável ΔPAG parece não ser uma boa *proxy* para a caracterização específica da convergência contábil. Portanto, não se utilizou a proxy nas análises 2 e 3 subsequentes.

Em relação à segunda análise, os resultados dos testes de médias apresentaram indícios de que mesmo mantendo-se fixo os incentivos individualmente, as variáveis econômicas, custo de capital próprio e liquidez de mercado, são influenciadas pelo nível de atendimento às práticas de convergência. Da mesma maneira, manter fixo a influência do modelo contábil não impede a relevância dos incentivos no impacto da liquidez de mercado e do custo de capital próprio. Assim, conclui-se que apesar das características particulares de mercado emergente do ambiente institucional brasileiro, a adoção de modelo das práticas de

convergência ao IFRS pode resultar em melhora no ambiente informacional das empresas, e consequentemente em impactos positivos para o mercado de capitais.

Os resultados da análise de regressão confirmam a interpretação *ceteris paribus* dos coeficientes de IAPC nas regressões do custo de capital próprio e liquidez de mercado (BIDASK e TURN). Esta análise soma-se aos resultados apresentados pelo teste de média, e evidencia que o resultado se mantém mesmo controlando-se simultaneamente para os incentivos que influenciam o perfil de adoção das práticas de convergência das empresas. Assim, encontram-se indícios que o mercado brasileiro aparentemente diferencia as empresas associando-se menores custos de capital e maiores liquidez de mercado (em termos de menor BIDASK e TURN)⁵³ às empresas que apresentaram maiores níveis de atendimento às práticas de convergência (IAPC).

Esta análise apresenta argumentos que contrapõem aos resultados apresentados por Ball et al. (2003) e Christensen et al. (2008). Apesar dos autores evidenciarem a predominância dos incentivos na determinação da qualidade contábil, a presente análise reforça o potencial individual tanto da norma contábil internacional quanto dos incentivos econômicos de impactarem o mercado de capitais. Além da discussão sobre os possíveis problemas conceituais/econômicos das métricas de qualidade da informação utilizadas pelos autores (Kothari, 2001), uma das possibilidades é que estas métricas não reflitam aquilo que, do ponto de vista do investidor, seja relevante na avaliação de um modelo contábil.

O resultado das regressões com os incentivos interativos sugere que o efeito econômico do impacto de IAPC no custo de capital próprio é maior para as empresas (i) maiores, (ii) menos endividadas, (iii) com maiores oportunidades de crescimento e (iv) com estrutura de propriedade menos concentrada. Da mesma maneira para a liquidez de mercado, a influência do modelo contábil internacional na redução do custo de transação das companhias é mais significativa para empresas (i) mais expostas ao mercado internacional e menos significativa para empresas (ii) mais endividadas e (iii) com estruturas de propriedade e controle mais concentradas. Portanto, esta análise evidencia que a mensuração desta relação deve estar condicionada à análise dos incentivos subjacentes das empresas, pois eles influenciam diretamente o comportamento de divulgação financeira das empresas. Estes indícios

⁵³ A variável IMPP não apresentou significância estatística nesta análise.

corroboram com a preocupação da literatura internacional (Ball, 2006) sobre o foco isolado da influência dos modelos contábeis na divulgação corporativa, uma vez que a prática da divulgação pode ser fortemente sensível aos incentivos subjacentes dos gestores responsáveis pela preparação das demonstrações financeiras.

A terceira etapa do estudo investigou o efeito intertemporal das práticas de convergência ao IFRS no custo de capital próprio e liquidez de mercado. Em relação à abordagem dos testes de médias, os resultados sugerem que o aumento no custo de capital e diminuição na liquidez de mercado entre os períodos de 2006 a 2009 são atenuados para as empresas que apresentam alto atendimento às práticas de convergência. No entanto, a análise de regressão apresenta apenas resultados mistos para o custo de capital próprio. Neste caso, apenas y_{Depois} e as variáveis de incentivo são significantes aos níveis de significância considerados. Ao adicionar o efeito interativo dos incentivos, os resultados indicaram que para as empresas (i) maiores, (ii) mais expostas ao mercado internacional, (iii) menos endividadas e (iv) com maiores oportunidades de crescimento, o nível de atendimento às práticas de convergência é significativo para a explicação do comportamento intertemporal do custo de capital. Assim, observa-se que a análise do efeito da convergência no comportamento intertemporal do custo de capital é apenas condicionada aos incentivos subjacentes das empresas.

Em relação à liquidez de mercado, os resultados gerais evidenciam que y_{Depois} e IAPC são significantes aos níveis de significância de 1, 5 e 10%. Os incentivos, de maneira geral, não apresentaram significância estatística conforme esperado (exceção de END). A significância de IAPC apresenta evidências de que o compromisso das empresas com a adoção das práticas de convergência ao IFRS resulta em redução do BIDASK e IMPP no período estudado (2006-2009). Assim, observa-se que o efeito intertemporal da convergência no comportamento da liquidez de mercado no período de 2006 a 2009 parece dominar o efeito condicional dos incentivos subjacentes das empresas. No entanto, esta evidência é limitada em virtude de considerar um período relativamente curto para a análise e a fase de adoção inicial das práticas de convergência coincidirem com a última grande crise financeiro nos mercados. Portanto, continua uma incógnita se os resultados aqui evidenciados se sustentarão no longo prazo.

Os resultados do estudo concordam com as evidências encontradas por Daske *et al.* (2008), em termos do impacto positivo na liquidez de mercado e negativo no custo de capital, com a exceção de que o autor encontra relações significantes apenas para países com elevado *enforcement* legal. Em contraste, acrescenta-se à literatura pelo fato da presente pesquisa encontrar resultados semelhantes considerando um mercado emergente, com distintas características institucionais. Acredita-se que a grande limitação de estudos *cross-country*, conforme argumentado por Holthausen (2003), é que não conseguem controlar adequadamente para variáveis institucionais de maneira a manter constante características específicas dos regimes de divulgação.

Conforme qualquer estudo que examina um terreno inexplorado, a presente análise possui uma série de resultados que requerem aprofundamento das investigações. Em especial em cenários como o ambiente brasileiro, em economias emergentes, ou fora do contexto do cenário europeu, onde a literatura contábil internacional concentra a maior parte das investigações. Isto se deve em virtude de características peculiares de outros ambientes econômicos, e por não ser diretamente óbvio que efeitos positivos da adoção do IFRS devam ser sempre observados. Uma das potenciais fontes que podem exercer impactos sobre o mercado de capitais é o efeito da comparabilidade das normas contábeis entre empresas e países. Pesquisas futuras podem explorar esta questão sobre a capacidade do IFRS de fato melhorar o grau de comparabilidade internacional. Por hora, apesar de parecer claro que os efeitos da convergência ao IFRS não podem ser atribuídos somente ao próprio padrão contábil em si, ainda é um campo em aberto quais fatores exercem papel preponderante. A presente dissertação emprega alguns fatores denominados incentivos, no entanto, uma série de elementos individuais ou institucionais podem condicionar a qualidade da informação contábil e, em última instância, condicionar o impacto de mudanças nas normas contábeis no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; KLAPPER, L.; WYSOCKI, P. *Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors*. **Journal of Banking and Finance**, v. 29, p. 2919-2946, 2005.

AHARONY, J.; BARNIV, R.; FALK, H. *The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU*. **European Accounting Review**, v. 19(3), p. 535-578, 2010.

AHMED, A. S.; NEEL, M.; WANG, D. *The effects of mandatory adoption of International Financial Reporting Standards on smoothness, conservatism and timeliness of accounting earnings*. Working paper, Texas A & M University, 2009.

ALI, A.; HWANG, L. *Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data*. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 1-21, 2000.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. *The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk and Size on Stock Returns*. **Journal of Finance**, v. 44, p. 479-486, 1989.

AMIHUD, Y. *Illiquidity and Stock Returns*. **Journal of Financial Markets**, v. 5, p. 31-56, 2002.

AMIRAM, D. *Financial information globalization and foreign investment decisions*. Working paper, University of North Carolina, 2009.

ARMSTRONG, C. S.; BARTH, M. E.; JAGOLINZER, A. D.; RIEDL, E. J. *Market reaction to the adoption of IFRS in Europe*. **The Accounting Review**, v. 85(1), p. 31-61, 2010.

ASHBAUGH, H.; PINCUS, M. *Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings*. **Journal of Accounting Research**, v. 39, p. 417-434, 2001.

BALL, R. *Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure*. **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**, p. 127-169, 2001.

BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. *The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 1-51, 2000.

BALL, R.; ROBIN, A.; WU, J. *Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, p. 235-270, 2003.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. *Earnings Quality in U.K. Private Firms*. **Journal of Accounting & Economics**, v. 39, p. 83-128, 2005.

BALL, R. *International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors*. **Accounting and Business Research: International Accounting Policy Forum**, p. 5-27, 2006.

BARMAN, S.; VERRECCHIA, R. *The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading*. **Journal of Accounting Research**, v. 34, p. 1-22, 1996.

BARTH, M.; CLINCH, G.; SHIBANO, T. *International Accounting Harmonization and Global Equity Markets*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, p. 201-235, 1999.

BARTH, M.; LANDSMAN, W.; LANG, M. *International Accounting Standards and Accounting Quality*. **Journal of Accounting Research**, v. 46, p. 467-498, 2008.

BARTH, M. *Global Financial Reporting: Implications for U.S. Academics*. **The Accounting Review**, v. 83, p. 1159-1180, 2008.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31(1-3), p. 77-104, 2001.

BARTH, M.; LANDSMAN, W.; LANG, M.; WILLIAMS, C. *Are International Accounting Standards-Based and U.S. GAAP-Based Accounting Amounts Comparable?* Working Paper, 2010. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1585404. Acesso em: outubro de 2010.

BARTOV, E.; GOLDBERG, S. R.; KIM, M. *Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective*. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 20(2), p. 95-119, 2005.

BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. *Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?* **Journal of Finance**, v. 60, p. 137-7, 2005.

BEKAERT, G.; HARVEY, C. R. *Foreign Speculators and Emerging Equity Markets*. **Journal of Finance**, v. 55, p. 565-614, 2000.

BENEISH, M. D.; MILLER, B. P.; YOHAN, T. L. *The effect of IFRS adoption on cross-border investment in equity and debt markets*. Working paper, Indiana University, 2010.

BEUSELINCK, C.; JOOS, P.; KHURANA, I.; VAN DER MEULEN, S. ***Mandatory IFRS reporting and stock price informativeness***. Working paper, Tilburg University and University of Missouri at Columbia, 2010.

BHAT, G.; CALLEN, J. L.; SEGAL, D. ***Credit risk and IFRS: the case of credit default swaps***. Working paper, Washington University, University of Toronto and Interdisciplinary Center Herzliya, 2010.

BOTOSAN, C. *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. **The Accounting Review**, v. 72, p. 323-349, 1997.

BOTOSAN, C.; PLUMLEE, M. *A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*. **Journal of Accounting Research**, v. 40, p. 21-40, 2002.

BOVA, F.; PEREIRA, R. ***The determinants and consequences of heterogeneous IFRS compliance levels following mandatory IFRS adoption: evidence from a developing country***. Working paper, University of Toronto and University of Missouri at Columbia, 2010.

BRADSHAW, M.; BUSHEE, B.; MILLER, G. *Accounting Choice, Home Bias, and U.S. Investment in Non-U.S. Firms*. **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 795-841, 2004.

BROWN, P. R.; PREIATO, J. P.; TARCA, A. ***Mandatory IFRS and properties of analysts' forecasts: How much does enforcement matter?*** Working paper, University of Western Australia and University of New South Wales, 2009.

BRUGGEMANN, U.; HITZ, J. M.; SELFHORN, T. ***Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: Review of extant evidence and suggestions for future research***. Working Paper, 2011. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1684036. Acesso em: maio de 2011.

BRUGGEMANN, U.; DASKE, H.; HOMBURG, C.; POPE, P. F. ***How do individual investors react to global IFRS adoption?*** Working paper, Lancaster University, University of Mannheim, and University of Cologne, 2009.

BURGSTAHLER, D.; HAIL, L.; LEUZ, C. *The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms*. **The Accounting Review**, v. 81, p. 983-1016, 2006.

BUSHEE, B.; LEUZ, C. *Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation: Evidence from the OTC Bulletin Board*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 233-264, 2005.

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

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J. *Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions*. **Journal of Accounting and Economic**, v. 42, p. 107-148, 2006.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH, A. *Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses*. Working Paper, University of Chicago, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP - RAUSP**. São Paulo: v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CASCINO, S.; GASSEN, J. *Mandatory IFRS adoption and accounting comparability*. Working paper, London School of Economics and Humboldt University of Berlin, 2010.

CESR (Committee of European Securities Regulators). *CESR's review of the implementation and enforcement of IFRS in the EU*. Ref: 07-352, Disponível em: http://www.standardsetter.de/drsc/docs/qb/2007_q4/Sonstiges_Studie-CESR.pdf, 2007.

CHEN, H.; TANG, Q.; JIANG, Y.; LIN, Z. *The role of International Financial Reporting Standards in accounting quality: evidence from the European Union*. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 21(3), p. 220-278, 2010.

CHRISTENSEN, H. B.; LEE, E.; WALKER, M. *Do IFRS reconciliations convey information? The effect of debt contracting*. **Journal of Accounting Research**, v. 47(5), p. 1167-1199, 2009.

CHONG, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. *Investor Protection and Corporate Governance - Firm Evidence Across Latin America*. Working Paper, Stanford University Press and International Development Bank, 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*. **Journal of Finance**, v. 57 (6), p. 2741-2771, 2002b.

CLARKSON, P.; HANNA J. D.; RICHARDSON, G. D.; THOMPSON, R. *The Impact of IFRS Adoption on the Value Relevance of Book Value and Earnings*. Working paper, Simon Fraser University, Southern Methodist University, and University of Toronto, 2010.

CLAUS, J.; THOMAS, J. *Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets*. **Journal of Finance**, v. 56, p. 1629-1666, 2001.

COASE, R. H. *The Problem of Social Cost*. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1-44, 1960.

COFFEE, J. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*. **Northwestern University Law Review**, p. 641-708, 1999.

COFFEE, J. *Law and the Market: The Impact of Enforcement*. Working paper, Columbia University, 2007.

CONSTANTINIDES, G. *Capital Market Equilibrium with Transaction Costs*. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 842-862, 1986.

COVRIG, V.; DEFOND, M. HUNG, M. *Home Bias, Foreign Mutual Fund Holdings, and the Voluntary Adoption of International Accounting Standards*. **Journal of Accounting Research**, v. 45, p. 41-70, 2007.

COOPER, I.; KAPLANIS, E. *Costs to Crossborder Investment and International Equity Market Equilibrium, in Recent Developments in Corporate Finance*. J. Edwards, J. Franks, C. Mayer, and S. Schaefer (eds.), Cambridge University Press, Cambridge, 1986.

DASKE, H. *Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP - Have the Expected Costs of Equity Capital Really Decreased?* **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 33, p. 329-373, 2006.

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

DASKE, H.; L. HAIL; LEUZ, C.; VERDI, R. *Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences of IFRS Adoptions*. Working Paper, University of Pennsylvania and University Of Chicago, 2009. Disponível em ssrn: <http://ssrn.com/abstract=979650>. Acesso em: novembro de 2009.

DEFOND, M., HU, X., HUNG, M.; LI, S. *The impact of IFRS adoption on US mutual fund ownership: the role of comparability*. Working paper, University of Southern California, University of Oregon, and Santa Clara University, 2009.

DELOITTE. **IFRS ao seu alcance 2010**. Disponível em: www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Pocket_2010.pdf, 2010.

DENIS, D.; MCCONNELL, J. *International Corporate Governance*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** v. 38, p. 1-36, 2003.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*. **Journal of Finance**, v. 46, p. 1325-1359, 1991.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. *Courts*. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, p. 453-517, 2003.

DOIDGE, C. *U.S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms*. **Journal of Financial Economics**, v. 72, p. 519-553, 2004.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.; STULZ, R. *Has New York Become Less competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time*. Working Paper, Ohio State University, 2007.

DOIDGE, C.; KAROLYI, A.; STULZ, R. *Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?* **Journal of Financial Economics**, v. 71, p. 205-238, 2004.

DYE, R. *Mandatory Versus Voluntary Disclosures: The Cases of Financial and Real Externalities*. **The Accounting Review**, v. 65, p. 1-24, 1990.

EASLEY, D.; O'HARA, M. *Information and the Cost of Capital*. **Journal of Finance**, v. 59, p. 1553-1583, 2004.

EASTON, P. *PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital*. **The Accounting Review**, v. 79, p. 79-95, 2004.

EASTON, P. D.; MONAHAN, S. J. *An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns*. **The Accounting Review**, v. 80(2), p. 501-538, 2005.

EASTON, P. D.; SOMMERS, G. A. *Effect of Analysts' Optimism on Estimates of the Expected Rate of Return Implied by Earnings Forecasts*. **Journal of Accounting Research**, v. 45 (5), p. 983-1015, 2007.

ERNST & YOUNG. *IFRS: Observations on the Implementation of IFRS*, EYGM Limited, 2007. Disponível em: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Observations_IFRS_7_corporate_entities_GL_IFRS/\\$File/Observations_IFRS_7_corporate_entities_GL_IFRS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Observations_IFRS_7_corporate_entities_GL_IFRS/$File/Observations_IFRS_7_corporate_entities_GL_IFRS.pdf). Acesso em outubro de 2009.

ERRUNZA, V. R.; MILLER, D. P. *Market segmentation and the cost of capital in international equity markets*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, n. 4, p. 577-600, 2000.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. *The cross section of expected stock returns*. **Journal of Finance**, v. 47, p. 427-465, 1992.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. **Journal of Financial Economics**, v. 33, p. 3-56, 1993.

FAN, J.; WONG, T. *Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 401-425, 2002.

FERRELL, A. *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*. Working Paper, Harvard Law School, 2004.

FLOROU, A.; POPE, P. F. *Mandatory IFRS adoption and investor asset allocation decisions*. Working paper, University of Macedonia and Lancaster University, 2009.

FLOROU, A.; KOSI, U. *The economic consequences of mandatory IFRS adoption for debt financing*. Working paper, University of Macedonia and Lancaster University, 2009.

FOERSTER, L.; KAROLYI, G. *The effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset prices: Evidence from Foreign stocks Listing in the U.S.* **Journal of Finance**, v. 54, p. 981-1013, 1999.

FOERSTER, S. R.; KAROLYI, G. A. *The Long-Run Performance of Global Equity Offerings*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, p. 499-528, 2000.

FRANCIS, J.; KHURANA, I.; PEREIRA, R. *The Role of Accounting and Auditing in Corporate Governance and the Development of Financial Markets around the World*. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, v. 10, p. 1-30, 2003.

FRANCIS, J. R.; KHURANA, I. K.; MARTIN, X.; PEREIRA, R. *The Role of Firm-Specific Incentives and Country Factors in Explaining Voluntary IAS Adoptions: Evidence from Private Firms*. **European Accounting Review**, v. 17: 2, p. 331-360, 2008.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, P. *Voluntary Disclosure, Information Quality, and Costs of Capital*. Working Paper, Duke University, 2005.

FRANKEL, R.; LEE, C. M. C. *Accounting Diversity and International Valuation*. **Johnson School Cornell University**. Working Paper, 2009. Disponível em:

<http://www.johnson.cornell.edu/nav/wrapper.cfm?page=http://parkercenter.johnson.cornell.edu/&title=Parker%20Center>. Acesso em: dezembro de 2010.

GAEREMYNCK, A.; THORNTON, D. B.; VERRIEST, A. *Quality of IFRS adoption*. Working paper, Catholic University of Leuven and Queen's University Canada, 2009.

GARCIA LARA, J. M.; GARCIA OSMA, B.; GILL DE ALBORNOZ NOGUER, B. *Effects of database choice on international accounting research*. **Abacus**, v. 42(3-4), p. 426-454, 2006.

GARLEANU, N.; PEDERSEN, L. *Adverse Selection and the Required Return*. **Review of Financial Studies**, v. 17, p. 643-665, 2004.

GEBHARDT, W. R.; LEE, C.; SWAMINATHAN, B. *Toward an Implied Cost of Capital*. **Journal of Accounting Research**, v. 39, p. 135-176, 2001.

GLOSTEN, L.; MILGROM, P. *Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders*. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p. 71-100, 1985.

GARCIA OSMA, B.; POPE, P. F. *Earnings quality effects of mandatory IFRS adoption*. Working paper, Lancaster University, 2009.

GASSEN, J. SELLHORN, T. *Applying IFRS in Germany - Determinants and Consequences*. **BFuP**, v. 58, p. 365-386, 2006.

GKOUKOUSI, X.; MERTENS, G. *Capital market effects of mandatory IFRS adoption in the financial sector*. Working paper, Rotterdam School of Management, 2010.

GLAUM, M.; STREET, D. L. *Compliance with the Disclosure Requirements of Germany's New Market: IAS Versus US GAAP*. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 14, p. 64-100, 2003.

GONCHAROV, I.; ZIMMERMANN, J. *Do Accounting Standards Influence the Level of Earnings Management? Evidence from Germany*. Working paper, University of Amsterdam and University of Bremen, 2006.

GODE, D.; MOHANRAM, P. *Inferring the Cost of Capital Using the Ohlson-Juettner Model*. **Review of Accounting Studies**, v. 8, p. 399-431, 2003.

GROSSMAN, S. *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality*. **Journal of Law and Economics**, v. 24, p. 461-483, 1981.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. *Disclosure Laws and Takeover Bids*. **Journal of Finance**, v. 35, p. 323-334, 1980.

GUAY, W. R.; KOTHARI, S. P.; SHU, S. *Properties of Implied Cost of Capital Using Analysts' Forecasts*. Working Paper, MIT Sloan, No. 4422-03, 2005.

HEALY, P.; WHALEN, J. *A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standards Setting*. **Accounting Horizons**, v. 13, p. 365-383, 1999.

HAIL, L. *The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex Ante Cost of Capital for Swiss Firms*. **European Accounting Review**, v. 11, p. 741-743, 2003.

HAIL, L.; LEUZ, C. *International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?* **Journal of Accounting Research**, v. 44, p. 485-531, 2006.

HAIL, L.; LEUZ, C. *Capital market effects of mandatory IFRS reporting in the EU: empirical evidence*. Working Paper, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1511671>. Acesso em: dezembro de 2009.

HAIL, L.; LEUZ, C.; WYSOCKI, P. *Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the United States: An Analysis of Economic and Policy Factors*. Working Paper, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1357331>. Acesso em: janeiro de 2010.

HAW, I.; HU, B.; HWANG, L.; WU, W. *Ultimate Ownership, Income Management and Legal and Extra-Legal Institutions*. **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 423-462, 2004.

HEALY, P. M.; HUTTON, A. P.; PALEPU, K. G. *Stock performance e intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure*. **Contemporary Accounting Research**, v. 16, p. 485-520, 1999.

HERAS, E.; MOREIRA, J. A.; TEIXEIRA, P. *Are institutional factors influencing accounting policy choices under IFRS? A European perspective*. Working Paper, Universidad Autonoma de Madrid and Universidade do Porto, 2010.

HODGDON, C.; TONDKAR, R.; HARLESS D.; ADHIKARI, A. *Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors*. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 17(1), p. 1-13, 2008.

HORTON, J.; SERAFEIM, G.; SERAFEIM, I. *Does mandatory IFRS adoption improve the information environment?* Working Paper, London School of Economics, Harvard University, and University of Piraeus, 2009.

HOLTHAUSEN, R. *Testing the Relative Power of Accounting Standards versus Incentives and Other Institutional Features to Influence the Outcome of Financial Reporting in an International Setting.* **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, p. 271-283, 2003.

HOLTHAUSEN, R. W. *Accounting standards, financial reporting outcomes, and enforcement.* **Journal of Accounting Research**, v. 47(2), p. 447-458, 2009.

HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. W. *The economic consequences of accounting choice: implications for costly contracting and monitoring.* **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 77-117, 1983.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. *The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting.* **Journal of Accounting and Economics**, v. 31(1-3), p. 3-75, 2001.

HUNG, M.; SUBRAMANYAM, K. *Financial Statement Effects of the Adoption of International Accounting Standards: the Case of Germany.* **Review of Accounting Studies**, v. 12, p. 623-657, 2007.

JEANJEAN, T.; STOLOWY, H. *Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption.* **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27(6), p. 480-494, 2008.

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

JERMAKOWICZ, E. K.; GORNIK-TOMASZEWSKI, S. *Implementing International Financial Reporting Standards from the perspective of European publicly traded companies.* **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 15, n. 2, p. 170-196, 2006.

JUNG, W.; KWON, Y. *Disclosure when the Market is Unsure of Information Endowment of Managers.* **Journal of Accounting Research**, v. 26, p. 146-153, 1988.

KIM, Y.; LI, S. *Mandatory IFRS adoption and intra-industry information transfers.* Working Paper, Santa Clara University, 2010.

KOTHARI, S. P. *Capital markets research in accounting.* **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 105-231, 2001.

KPMG. *The Application of IFRS: Choices in Practice*, KPMG IFRG Limited, 2006. Disponível em: http://www.kpmg.co.uk/pubs/304574_ifrg.pdf. Acesso em: março de 2010.

KVAAL, E.; NOBES, C. *International differences in IFRS policy choice*. **Accounting and Business Research**, forthcoming, 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1466693>. Acesso em: outubro de 2010.

LAGOARDE-SEGOT, T. *Financial reforms and time-varying microstructures in emerging equity markets*. **Journal of Banking & Finance**, v. 33(10), p. 1755-1769, 2009.

LANDSMAN, W. R.; MAYDEW, E. L.; THORNOCK, J. R. *The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS*. Working Paper, University of North Carolina, 2010.

LANG, M.; MAFFETT, M.; OWENS, E. *Earnings comovement and accounting comparability: the effects of mandatory IFRS adoption*. Working Paper, UNC-Chapel Hill and University of Rochester, 2010.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. *Law and Finance*. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Corporate Ownership around the World*. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. *Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital*. **Journal of Accounting Research**, v. 45, p. 385-420, 2007.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Investor Protection and Corporate Valuation*. **Journal of Finance**, v. 57, p. 1147-1170, 2002.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, 2000.

LEUZ, C. *Discussion of ADRs, Analysts and Accuracy: Does Cross Listing in the US Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?* **Journal of Accounting Research**, v. 41 (Supplement), p. 347-362, 2003.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. *Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison*, **Journal of Financial Economics**, v. 69, p. 505-527.

LEUZ C.; OBERHOLZER-GEE, F. *Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia*. **Journal of Financial Economics**, v. 81, p. 411-439, 2006.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. *Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research*. Working Paper, University of Chicago, 2008.

LEUZ, C.; TRIANTIS, A. WANG, T. *Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistration*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, p. 181- 208, 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(2), p. 607-636, 2010.

LIAO, Q.; SELFHORN, H. A.; SKAIFE, T. *The cross-country comparability of IFRS earnings and book values: evidence from France and Germany*. Working Paper, University of Wisconsin-Madison and WHU - Otto Beisheim School of Management, 2009.

LIMA, V. S. ; LIMA, G. A. S. F.; LIMA, I. S.; CARVALHO, L. N. G. *Toward IFRS: economic consequences of accounting convergence in an emerging economy*. **Research in accounting in emerging economies**, v. 10, p. 251-295, 2010.

LOPES, A. B; ALENCAR, R. C. *Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: the Brazilian case*. Working Paper, 2008.

LOPES, A. B; WALKER, M. *Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil*. Working Paper, 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1095781>. Acesso em: setembro de 2010.

MAHONEY, P. *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*. **The University of Chicago Law Review**, v. 62, p. 1047-1112, 1995.

MAHONEY, P. *The development of securities laws in the United States*. **Journal of Accounting Research**, v. 47 (2), p. 325-347, 2009.

MARQUEZ-RAMOS, L. *The effect of IFRS adoption on trade and foreign direct investments*. Working Paper, Universitat Jaume I, Castellon, 2008.

MERTON, R. C. *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*. **Journal of Finance**, v. 42, p. 483-511, 1987.

MILGROM, D. *Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications*. **Bell Journal of Economics**, v. 12, p. 380-391, 1981.

MORAIS, A. I.; CURTO, J. D. *Mandatory adoption of IASB standards: value relevance and country-specific factors*. **Australian Accounting Review**, v. 19(2), p. 128-143, 2009.

MORRICONE, S.; ORIANI, R.; SOBRERO, M. *The value relevance of intangible assets and the mandatory adoption of IFRS*. Working Paper, University of Bologna, 2009.

MULLER, K. A.; RIEDL, E. J.; SELFHORN, T. *Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry: Evidence from the European Real Estate Industry*. Working Paper, Pennsylvania State University, Harvard University and WHU - Otto Beisheim School of Management, 2010.

MYERS, S.; NICHOLAL S. M. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have*. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NIKOLAEV, V.; VAN LENT, L. *The Endogeneity Bias in the Relation Between Cost-of-Debt Capital and Corporate Disclosure Policy*. **European Accounting Review**, v. 14, p. 677-724, 2005.

NOBES, C. *The Survival of International Differences under IFRS: Towards a Research Agenda*. **Accounting and Business Research**, v. 36, p. 233-245, 2006.

OHLSON, J.; JUETTNER-NAUROTH, B. E. *Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value*. **Review of Accounting Studies**, v. 10, p. 349-365, 2005.

PAGRATIS, S.; STRINGA, M. *Modeling bank senior unsecured ratings: a reasoned structured approach to bank credit assessment*. **International Journal of Central Banking**, v. 5(2), p. 1-39, 2009.

PANARETOU, A.; SHACKLETON, M.; TAYLOR, P. *Corporate risk management and hedge accounting*. Working paper, Lancaster University, 2009.

PELTZMAN, S. *Toward a More General Theory of Regulation*. **The Journal of Law and Economics**, v. 19, p. 211-240, 1976.

PENMAN, S. *The articulation of price-earnings ratios and market-to-book ratios and the evaluation of growth*. **Journal of Accounting Research**, v. 34, p. 235-259, 1996.

PIOTROSKI, J. D.; WONG, T. J.; ZHANG, T. *The financial reporting of state-controlled firms: evidence from China*. Working Paper, The University of Chicago, The Chinese University of Hong Kong, City University of Hong Kong, 2007. Disponível em: http://areas.kenan-flagler.unc.edu/accounting/documents/piotroski_wong_zhang.pdf. Acesso em: outubro de 2010.

POPE, P.; WALKER, M. *International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings*, **Journal of Accounting Research**, v. 37 (Supplement), p. 53-87, 1999.

REESE, W.; WEISBACH, M. *Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings*. **Journal of Financial Economics**, v. 66, p. 65-104, 2002.

ROCK, E. *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*. **Cardozo Law Review**, v. 23, p. 675-704, 2002.

ROSS, S. *Disclosure regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*. In: F. Edwards (ed.), *Issues in Financial Regulation*, McGraw-Hill, 1979.

RULAND, W.; SHOHN, J.; ZHOU, P. *Effective controls for research in international accounting*. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, p. 96-116, 2007.

SARLO NETO, A. *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. São Paulo: 2009. 180 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2009.

SILVEIRA, Alexandre M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 249 f. Tese de Doutorado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SHAHZAD, K. *The quality of financial reporting under IFRS: evidence from credit ratings*. Working paper, Erasmus University Rotterdam, 2010.

SODERSTROM, N. S.; SUN, K. J. *IFRS adoption and accounting quality: a review*. **European Accounting Review**, v. 16(4), p. 675-702, 2007.

STIGLER, G. *The Theory of Economic Regulation*. **Bell Journal of Economics and Management Science**, v. 2, p. 3-21, 1971.

STREET, D. L.; GRAY, S. J. *Observance of international accounting standards: Factors explaining non-compliance by companies referring to the use of IAS*. London: ACCA Research Monograph No. 74, 2001.

STULZ, R. *On the Effects of Barriers to International Investment*. **Journal of Finance**, v. 36, p. 923-934, 1981.

STULZ, R. *Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 26, p. 3-28.

TAN, H.; WANG, S.; WELKER, M. *Foreign analyst following and forecast accuracy around mandated IFRS adoptions*. Working paper, University of Waterloo, Hong Kong University of Science, and Technology and Queen's University, 2009.

TOWER, G.; HANCOCK, P.; TAPLAN, R. *A regional study of listed companies' compliance with international accounting standards*. **Accounting Forum**, v. 23(3), p. 293 - 305, 1999.

VERRECCHIA, R. *Discretionary Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, R. *Essays on Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 91-180, 2001.

WANG, D. *Founding family ownership and earnings quality*. **Journal of Accounting Research**, v. 44, p. 619-656, 2006.

WANG, X.; YOUNG, D.; ZHUANG, Z. *The Effects of Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards on Information Environments*, Working paper, Chinese University of Hong Kong, 2008.

WARFIELD, T.; WILD, J. J.; WILD, K. *Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, p. 61-91, 1995.

WU, J. S.; ZHANG, I. X. *The voluntary adoption of internationally recognized accounting standards and firm internal performance evaluation*. **The Accounting Review**, v. 84(4), p. 1281-1310, 2009a.

WU, J. S.; ZHANG, I. X. *The adoption of internationally recognized accounting standards: implications for the credit markets*, Working paper, University of Rochester and University of Minnesota, 2009b.

WATTS, R.; J. ZIMMERMAN. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986.

WELKER, M. *Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets*. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 801-827, 1995.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Third edition. Thomson South-Western, 2006.

YU, G. Accounting standards and international portfolio holdings: analysis of cross-border holdings following mandatory adoption of IFRS. Working paper, University of Michigan at Ann Arbor, 2009.

ZEFF, S. A. The rise of “economic consequences. *Journal of accountancy*, v. 146, p. 55-63, 1978.

APÊNDICES

APÊNDICE 01 - Racional e critérios utilizados para elaboração do Índice de Atendimento às Práticas de Convergência (IAPC)

APÊNDICE 01 - RACIONAL E CRITÉRIOS UTILIZADOS PARA ELABORAÇÃO DO ÍNDICE DE ATENDIMENTO ÀS PRÁTICAS DE CONVERGÊNCIA (IAPC)

Quadro 8 - Racional e critérios utilizados para elaboração de IAPC

Descrição	Referência
1.	Adoção Inicial
a.	<p>A companhia divulgou a base de elaboração e apresentação das demonstrações contábeis ou se está adotando pela primeira vez a Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 13 exige que a empresa declare, em nota explicativa, da base de elaboração e apresentação das demonstrações contábeis, de que está adotando pela primeira vez a Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09. Verificou-se a menção do referido item nas demonstrações financeiras completas.</p>
b.	<p>Divulgou demonstração dos efeitos no resultado e no patrimônio líquido da adoção inicial da Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 13 exige que a empresa apresente sumário das práticas contábeis modificadas, acompanhado de demonstração dos efeitos no resultado e no patrimônio líquido da adoção inicial da Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09, com a finalidade de suprir informações quanto à comparabilidade do resultado e do patrimônio líquido com os valores que seriam obtidos caso não tivessem existido essas modificações. Verificou-se apresentação de quadro de reconciliação com as práticas modificadas.</p>
c.	<p>A companhia destacou os efeitos tributários da aplicação da Lei nº 11.638/07 e da Lei nº 11.941/09 registrados conforme as normas existentes?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 13 exige que os eventuais efeitos tributários da aplicação, pela primeira vez, da Lei nº 11.638/07 e Lei nº 11.941/09 sejam registrados conforme a norma existente de Contabilização do Imposto de Renda e da Contribuição Social. Verificou-se se a empresa destacou tal efeito em nota explicativa.</p>
d.	<p>Foram realizados ajustes retroativos nos demonstrativos contábeis de 2007 referentes à Lei 11.638/07 e Lei nº 11.941/09?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com o CPC 13 a entidade deve demonstrar o balanço de abertura para cada conta ou grupo de contas relativo ao período mais antigo apresentado para fins de comparação, bem como os demais valores comparativos apresentados, como se a nova prática contábil estivesse sempre em uso. Todavia, para fins da aplicação inicial da Lei nº. 11.638/07 e Lei nº 11.941/09, o pronunciamento desobriga as entidades quanto à aplicação da norma, ou seja, ao aplicar a Lei pela primeira vez. Embora desobrigadas de reapresentação das cifras comparativas as entidades podem optar por efetuar essa reapresentação. Neste sentido, verificou-se em nota explicativa e no parecer dos auditores se as empresas optaram ou não pela referida reapresentação.</p>
e.	<p>Foi apresentada a demonstração de fluxo de caixa referente a 2007?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 13, conforme art. 7º. da Lei nº 11.638/07, isentou as empresas de apresentarem as demonstrações dos fluxos de caixa e do valor adicionado com a indicação dos valores correspondentes ao exercício anterior no primeiro ano de vigência da Lei. No entanto, o pronunciamento encoraja fortemente a preparação e a publicação das demonstrações dos fluxos de caixa e do valor adicionado para fins de comparação. Neste sentido, verificou-se se a empresa apresentou voluntariamente as referidas demonstrações.</p>
f.	<p>Foi apresentada a demonstração de valor adicionado referente a 2007?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 13, conforme art. 7º. da Lei nº 11.638/07, isentou as empresas de apresentarem as demonstrações dos fluxos de caixa e do valor adicionado com a indicação dos valores correspondentes ao exercício anterior no primeiro ano de vigência da Lei. No entanto, o pronunciamento encoraja fortemente a preparação e a publicação das demonstrações dos fluxos de caixa e do valor adicionado para fins de</p>

CVM
(Deliberação
nº 565/08)

	comparação. Neste sentido, verificou-se se a empresa apresentou voluntariamente as referidas demonstrações.	
	A companhia divulgou um sumário das práticas contábeis modificadas?	
g.	Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 13 exige a divulgação, em notas explicativas, das opções relevantes efetuadas pela administração, previstas ao longo do referido pronunciamento. Verificou-se se a empresa reservou item para listagem sistemática das práticas modificadas.	
2. Redução ao Valor Recuperável		
	Apresenta nota explicativa ou identifica ativos que podem ter sofrido desvalorização decorrente de fatores internos ou externos à entidade (<i>impairment test</i>)?	
a.	Racional e Critério adotado para pontuação: Conforme CPC 01, caso existam evidências claras de que ativos estão avaliados por valor não recuperável no futuro, a entidade deverá imediatamente reconhecer a desvalorização por meio da constituição de provisão para perdas. Verificou-se se a empresa reserva nota explicativa específica para o assunto ou se há menção de avaliação do teste de <i>impairment</i> .	
	A companhia divulgou a descrição das premissas utilizadas pela administração para concluir sobre a perda por desvalorização?	
b.	Racional e Critério adotado para pontuação: Conforme CPC 01, a entidade é encorajada a divulgar as premissas usadas para determinar o valor recuperável de ativos (unidades geradoras de caixa) durante o período. Entretanto para o goodwill ou ativo intangível de vida útil indefinida o pronunciamento exige que a entidade divulgue informações sobre as estimativas utilizadas para mensurar o valor recuperável. Verificou-se se a empresa divulgou nas notas explicativas referência para tais premissas.	CVM (Deliberação nº 527/07), BCB (CMN nº 3.566/08) e CFC (NBC T 19.10)
	A companhia divulgou o valor das perdas por desvalorização reconhecidas, as linhas da demonstração do resultado nas quais essas perdas foram contabilizadas e se houve reversões?	
c.	Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 1 determina que a entidade deva divulgar o valor da perda por desvalorizações reconhecidas no resultado durante o período, e a(s) linha(s) da demonstração do resultado na(s) qual(is) essas perdas por desvalorizações foram incluídas. Caso a empresa tenha reconhecido um <i>impairment</i> , verificou-se se foi divulgada tal informação. Caso contrário considerou-se não ser aplicável. Na circunstância em que a empresa não deixa claro a aplicação do pronunciamento, considerou-se 0.	
3. Demonstração do Fluxo de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado		
	A companhia divulgou os componentes de caixa e equivalentes de caixa?	
a.	Racional e Critério adotado para pontuação: O CPC 03 determina que a empresa deva divulgar os componentes de caixa e equivalente de caixa e deve apresentar uma conciliação dos valores em sua demonstração do fluxo de caixa com os respectivos itens divulgados no balanço patrimonial. Verificou-se se a companhia divulgou quadro discriminando a composição numérica do caixa, ou apresentou tal informação textualmente.	CVM (Deliberação nº 547/08), BCB (CMN nº 3.604/08) e CFC (NBC T 3.8)
	A companhia divulgou a política que adota na determinação da composição do caixa e equivalentes de caixa?	
b.	Racional e Critério adotado para pontuação: Em vista da variedade de práticas de gestão de caixa e de produtos bancários, a entidade deve divulgar a política que adota na determinação do caixa e equivalentes de caixa. Verificou-se se a empresa discrimina claramente tal política.	
	A companhia divulgou as transações de investimento e financiamento que não envolvem o uso de caixa ou equivalentes de caixa?	
d.	Racional e Critério adotado para pontuação: Muitas atividades de investimento e financiamento não impactam diretamente os fluxos de caixa, embora afetem a estrutura de capital e de ativos de uma entidade. Transações de investimento e financiamento que não envolvem o uso de caixa não devem ser incluídas na demonstração dos fluxos de caixa. Tais transações devem ser divulgadas em nota explicativa às demonstrações contábeis, de modo que forneçam todas as informações relevantes sobre essas atividades de financiamento e de	

	investimento. Verificou-se se a empresa destacou tais transações ou no mínimo informou não possuí-las.	
	Foram divulgados como informações adicionais à demonstração do fluxo de caixa os montantes totais dos juros, dividendos e juros sobre o capital próprio, pagos e recebidos ou o montante total do IR e da CSLL pagos?	
e.	<p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Informações adicionais podem ser importantes para que os usuários entendam a posição financeira e a liquidez da entidade. Verificou-se se a companhia divulgou os montantes totais dos juros e dividendos e juros sobre capital próprio, pagos e recebidos, separadamente, bem como o montante total do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido pagos.</p>	
f.	<p>O valor total do item “Distribuição do valor adicionado” é exatamente igual ao total do item “Valor adicionado total a distribuir”?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 09 o item “Distribuição do valor adicionado” deve ser exatamente igual ao total do item “Valor adicionado total a distribuir”. Como a DVA compõe nova demonstração a ser divulgada, verificou-se no mínimo a consistência da demonstração por meio da conferência dos saldos divulgados nos referidos itens.</p>	CVM (Deliberação nº 557/08) e CFC (NBC T 3.7)
4. Intangível		
	Apresenta nota explicativa sobre os ativos intangíveis?	
a.	<p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>A entidade deve divulgar uma série de informações a respeito dos ativos intangíveis. Portanto, verificou-se a importância do tratamento do assunto se empresa reservou nota explicativa específica para tratamento de tais ativos.</p>	
b.	<p>A companhia divulgou o valor contábil e a vida útil (ou taxa de amortização) dos ativos intangíveis individualmente?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Conforme o CPC 04, a entidade deve divulgar para cada classe de ativos intangíveis, fazendo a distinção entre ativos intangíveis gerados internamente e outros ativos intangíveis, aqueles com vida útil indefinida ou definida.</p>	
c.	<p>A companhia segregou entre os ativos intangíveis, aqueles com vida útil indefinida ou definida?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Conforme o CPC 04, a entidade deve divulgar para os ativos com vida útil definida, os prazos de vida útil ou as taxas de amortização utilizadas. Verificou-se a companhia divulga tais informações.</p>	CVM (Deliberação nº 553/08) e CFC (NBC T 19.8)
d.	<p>A companhia divulgou o total de gastos com pesquisa e desenvolvimento reconhecidos como despesas no período?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>As atividades de pesquisa e desenvolvimento destinam-se ao desenvolvimento de conhecimento. O CPC 04 determina que as companhias divulguem o total de gastos com pesquisa e desenvolvimento reconhecidos como despesas no período. Verificou-se se tal informação é destacada na Demonstração do Resultado do Exercício ou se explicitada em nota explicativa.</p>	
5. Ajuste a Valor Presente		
	Indica a realização do Ajuste a Valor Presente em ativos e passivos não circulantes e em ativos e passivos circulantes relevantes?	
a.	<p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>A Lei 11.638/07 passou a exigir a obrigatoriedade do ajuste a valor presente nos realizáveis e exigíveis a longo prazo e, no caso de efeito relevante, também nos de curto prazo. O CPC ratificou o entendimento em um pronunciamento específico para tratar do assunto, o CPC 12. Verificou-se se a empresa faz menção a este tratamento, ou se destaca não ser seu efeito relevante para as demonstrações (Instrução nº 469/08).</p>	CVM (nota explicativa à Instrução nº 469/08)
b.	<p>Documentou o racional utilizado para o cálculo do Ajuste a Valor Presente?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Em se tratando de evidenciação em nota explicativa, o CPC 12 determina que devam ser prestadas informações mínimas que permitam que os usuários das demonstrações contábeis obtenham entendimento inequívoco das mensurações a valor presente</p>	

	<p>levadas a efeito para os ativos e passivos. Verificou-se se a companhia divulga o racional utilizado, com montantes dos fluxos de caixa estimados ou séries de montantes dos fluxos de caixa estimados.</p>	
	<p>A companhia divulgou premissas e os fundamentos que justifiquem as taxas de desconto adotadas (contratual ou implícita, modelos utilizados para cálculo de riscos e inputs)?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>c. Dentre as informações mínimas sobre o ajuste a valor presente, discriminado pelo CPC 12, verificou-se se a companhia divulgou as premissas utilizadas pela administração ou taxas de juros decompostas por prêmios incorporados e por fatores de risco, com descrição pormenorizada do item objeto da mensuração a valor presente.</p>	
6.	Moeda Funcional e Variação Cambial	
	<p>A companhia indicou sua moeda funcional e moeda de apresentação?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Conforme determinação do CPC 02, as companhias devem determinar como incluir transações em moeda estrangeira e operações no exterior nas demonstrações financeiras de uma entidade no Brasil e como converter as demonstrações financeiras de entidade no exterior para a moeda de apresentação das demonstrações contábeis no Brasil para fins de registro da equivalência patrimonial, de consolidação integral ou proporcional. Como ponto de partida, verificou-se se a empresa faz menção específica da moeda funcional e moeda de apresentação.</p>	
	<p>A companhia indica os fatores previstos na norma contábil determinantes para definição da moeda funcional?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Uma entidade deve considerar os seguintes fatores, entre outros, na determinação de sua moeda funcional: (i) a moeda que mais influencia os preços de bens e serviços (geralmente, a moeda na qual o preço de venda de seus produtos e serviços está expresso e acertado); (ii) a moeda do país cujas forças competitivas e regulamentos mais influenciam na determinação do preço de venda de seus produtos ou serviços; e (iii) moeda que mais influencia mão-de-obra, material e outros custos para o fornecimento de produtos ou serviços (geralmente será a moeda na qual tais custos estão expressos e são liquidados). Verificou-se se a empresa menciona em nota explicativa os critérios utilizados para determinação de sua moeda funcional.</p>	CVM (Deliberação nº 534/08)
	<p>Foram mencionados, no sumário das práticas contábeis, os critérios de apuração das demonstrações financeiras das investidas no exterior?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>O CPC 02 se aplica quando os resultados e os balanços são convertidos para uma moeda de apresentação das demonstrações contábeis para que a entidade no exterior possa ser incluída nas demonstrações contábeis da entidade que reporta por consolidação, consolidação proporcional ou pelo método da equivalência patrimonial. Verificou-se se a companhia divulga explicitamente o critério de apuração das demonstrações contábeis das investidas no exterior.</p>	
	<p>Foram divulgados os efeitos líquidos decorrentes das variações cambiais classificadas no resultado e no patrimônio líquido?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 02, uma entidade deve divulgar as variações cambiais líquidas, classificadas em conta específica de patrimônio líquido, e a conciliação do montante de tais variações cambiais, no começo e no fim do período e mencionar a partir de que data está aplicando esse procedimento. Verificou-se se a companhia explicita tais saldos nas demonstrações financeiras ou se os destacam nas notas explicativas.</p>	
7.	Partes Relacionadas	
	<p>Os relacionamentos entre controladoras e controladas ou coligadas foram divulgados independentemente de ter havido ou não transações entre essas partes relacionadas?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>a. De acordo com o CPC 05, a companhia deve divulgar os relacionamentos entre controladora e controladas ou coligadas independentemente de ter havido ou não transações entre essas partes relacionadas. Numa estrutura societária com múltiplos</p>	CVM (Deliberação nº 560/08)

	<p>níveis de participações, a entidade deve divulgar o nome da entidade controladora direta e, se for diferente, da parte controladora final. Verificou-se se a companhia apresenta descrição em nota explicativa de tais relacionamentos.</p>	
	<p>A companhia divulgou montante das transações ou se contém ou não garantias?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Se tiver havido transações entre partes relacionadas, a entidade deve divulgar a natureza do relacionamento com as partes relacionadas, assim como informações sobre as transações e saldos existentes necessárias para a compreensão do potencial efeito desse relacionamento nas demonstrações contábeis. Verificou-se se a empresa discriminou separadamente os saldos de transações entre as partes relacionadas.</p>	
b.		
	<p>Divulgou os impactos, ou efeitos, que possam vir a afetar a situação patrimonial e financeira e/ou os resultados das entidades intervenientes na operação?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>O objetivo do CPC 05 é estabelecer que as demonstrações contábeis da entidade contenham as divulgações necessárias para evidenciar a possibilidade de que sua posição financeira e seu resultado possam ter sido afetados pela existência de transações e saldos com partes relacionadas. Verificou-se se a empresa faz menção a alguma característica específica da relação contratual com partes relacionadas que possa vir a afetar sua situação patrimonial e financeira e/ou os resultados das entidades intervenientes na operação.</p>	
c.		
	<p>A companhia divulgou a remuneração do pessoal-chave da administração no total e segregado em categorias?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 05, a entidade deve divulgar a remuneração do pessoal-chave da administração no total e para cada uma das seguintes categorias: (a) benefícios de curto prazo a empregados e administradores; (b) benefícios pós-emprego; (c) outros benefícios de longo prazo; (d) benefícios de rescisão de contrato de trabalho; e (e) remuneração baseada em ações. Verificou-se se empresa segregou a remuneração dos administradores em no mínimos duas categorias.</p>	
d.		
8.	Arrendamento Mercantil	
	<p>Informa se houve ou não alterações no reconhecimento de contratos de arrendamento mercantil?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Com base na nova lei contábil, as entidades devem registrar no ativo imobilizado os bens objeto de contratos de arrendamento mercantil financeiro (leasing). Nas operações de arrendamento mercantil, deve prevalecer a essência sobre a forma. Assim, os contratos de leasing financeiro, que na sua essência é um efetivo financiamento de ativos, devem ser contabilizados como imobilizado na entidade arrendatária, independentemente da propriedade jurídica do bem, além do passivo respectivo. Em virtude da diferença em como o assunto era tratado contabilmente no Brasil, verificou-se se a empresa informa haver ou não alterações em suas práticas de reconhecimento.</p>	
a.		
	<p>O valor contábil ao final do período para cada categoria de ativo? (se financeiro)</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>Os arrendadores devem divulgar para os arrendamentos mercantis financeiros o valor contábil ao final do período para cada categoria de ativo. Verificou-se se a empresa divulga explicitamente a informação.</p>	CVM (Deliberação nº 554/08) e CFC (NBC T 10.2)
b.		
	<p>O total dos futuros pagamentos mínimos e o seu valor presente para os períodos de até um ano, mais de um ano e até cinco anos, e mais de cinco anos?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 06, a entidade deve divulgar o investimento bruto no arrendamento mercantil e o valor presente dos pagamentos mínimos do arrendamento mercantil a receber no final do período, para cada um dos seguintes períodos: (i) até um ano; (ii) mais de um ano e até cinco anos; e (iii) mais de cinco anos. Verificou-se se a empresa segrega os futuros pagamentos nestes prazos.</p>	
c.		
	<p>Uma descrição geral dos acordos relevantes (p ex. (i) a base pela qual o pagamento contingente é determinado; (ii) a existência de termos de renovação ou de opções de compra e cláusulas de reajustamento; e (iii) restrições impostas por acordos de arrendamentos)</p>	
d.		

Racional e Critério adotado para pontuação:

Os arrendadores, além de cumprir os requisitos de Divulgação e Apresentação de Instrumentos Financeiros, devem divulgar para os arrendamentos mercantis financeiros e operacionais uma descrição geral dos acordos relevantes de arrendamento mercantil do arrendador. Verificou-se se houve descrição de pelo menos um item dentre (i) a base pela qual o pagamento contingente é determinado; (ii) a existência de termos de renovação ou de opções de compra e cláusulas de reajustamento; e (iii) restrições impostas por acordos de arrendamentos

9.	Classificação de Investimentos	
	<p>A companhia informa se houve, ou não, alteração na classificação dos investimentos mensurados pelo método de equivalência patrimonial ou por outro critério contábil?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: A Lei nº 11.638/07 e a Lei nº 11.941/09 alteraram o conceito de coligada e o alcance da aplicação do método da equivalência patrimonial dos investimentos em coligadas classificados no ativo permanente. A partir da vigência dessas Leis, os investimentos em sociedades em que a administração tenha influência significativa, ou nas quais participe com 20% ou mais do capital votante, ou que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum, serão avaliados pelo método de equivalência patrimonial</p>	
a.	<p>Foram divulgados os critérios utilizados em exercícios anteriores para contabilização das combinações de negócios e apuração do valor do ágio?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: Em função da alteração do conceito de coligada, a entidade pode retroagir o cálculo de equivalência, apurando ágio ou deságio que teria sido gerado na data original do investimento feito, desde que as atuais circunstâncias para a aplicação do método de equivalência estejam presentes. Nessa situação, o ágio e/ou deságio deve ser contabilizado com indicação do fundamento econômico que o determinou, isto é, (i) valor de mercado de ativos e passivos da coligada diferente do valor contábil e/ou (ii) expectativa de rentabilidade futura. Para comparação com as práticas adotadas anteriormente, verificou-se se a empresa divulga detalhadamente os critérios de apuração do ágio em exercícios anteriores.</p>	CVM (Deliberação nº 565/08)
10.	Instrumentos Financeiros	
a.	<p>A empresa aplicou as regras de classificação de instrumentos financeiros (disponível para venda, mantido até o vencimento e destinado à negociação)?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com o CPC 13, a entidade deve aplicar as regras de classificação e mensuração de instrumentos financeiros previstas na Lei nº 11.638/07, Lei nº 11.941/09 e no Pronunciamento Técnico CPC 14 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação na data da transação. Verificou-se se a companhia faz devida distinção entre as categorias de classificação definidas entre disponível para venda, mantido até o vencimento e destinado à negociação.</p>	CVM (Deliberação nº 565/08) e CVM (Deliberação nº 566/08)
b.	<p>A entidade divulgou em nota explicativa específica informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com a Deliberação nº 550/08 as companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial. Verificou-se se as empresas apresentam os riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos, parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos, os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos dos derivativos e demonstra os respectivos valores dos derivativos segregados nos diversos tipos de produtos.</p>	CVM (Deliberação nº 550/08 e Instrução nº 235/95)
c.	<p>A companhia divulgou a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge)?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com Deliberação nº 550/08, a companhia deve divulgar os objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge). Verificou-se se a empresa faz devida descrição das estratégias de gerenciamento de riscos, apontando os motivos e a sistemática de investimento de instrumentos de hedge.</p>	

	<p>A companhia divulgou o valor justo dos derivativos contratados?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com a Deliberação nº 550/08 as companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial. Verificou-se a empresa demonstra os respectivos valores justos de seus derivativos.</p>	
d.		
	<p>A companhia divulgou os critérios de mensuração a valor justo dos instrumentos derivativos contratados?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>A companhia deve divulgar o valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo. Verificou-se se a empresa detalha os critérios de mensuração de seus instrumentos derivativos.</p>	
e.		
	<p>A entidade classificou as operações com instrumentos financeiros destinados a hedge nas categorias: hedge de valor justo, hedge de fluxo de caixa hedge de um investimento no exterior?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com Deliberação nº 566/08, as operações com instrumentos financeiros destinadas a hedge devem ser classificadas em uma das categorias: hedge de valor justo, hedge de fluxo de caixa, e hedge de um investimento no exterior. Verificou-se se a empresa que possui estes instrumentos faz tal segregação.</p>	CVM (Deliberação nº 566/08)
f.		
	<p>A companhia divulgou quadro demonstrativo de análise de sensibilidade?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>A divulgação das informações relacionadas aos instrumentos financeiros foi aprovada pela Instrução CVM 475/08, que dispõe sobre a divulgação obrigatória de quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Verificou-se se a empresa divulga quadro estimando o impacto dos cenários definidos no valor justo dos instrumentos financeiros operados pela companhia.</p>	CVM (Instrução nº 475/08)
g.		
11. Custo de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos de Valores Mobiliários		
	<p>A companhia identificou cada processo de captação de recursos, agrupando-os conforme sua natureza?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 08, a entidade deve divulgar para cada natureza de captação de recursos (títulos patrimoniais ou de dívida) a identificação de cada processo de captação de recursos agrupando-os conforme sua natureza. Verificou-se se a empresa faz devida abertura em nota explicativa de suas captações de recursos.</p>	CVM (Deliberação nº 556/08) e CFC (NBC T 19.14)
a.		
	<p>A companhia divulgou o montante dos custos de transação e prêmios (se for o caso) a serem apropriados ao resultado em cada período subsequente?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 08, a entidade deve divulgar para cada natureza de captação de recursos (títulos patrimoniais ou de dívida) o montante dos custos de transação incorridos em cada processo de captação. Verificou-se se a empresa faz divulgação específica sobre tais custos de transação, se aplicável.</p>	
b.		
12. Subvenções e Assistências Governamentais		
	<p>A companhia divulgou a natureza e os montantes reconhecidos das subvenções governamentais ou das assistências governamentais?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>De acordo com o CPC 07, a entidade deve divulgar a natureza e os montantes reconhecidos das subvenções governamentais ou das assistências governamentais, bem como a indicação de outras formas de assistência governamental de que a entidade tenha diretamente se beneficiado. Em caso de existência de tais subvenções, verificou-se se a empresa faz a devida descrição.</p>	CVM (Deliberação nº 555/08) e CFC (NBC T 19.4)
a.		
	<p>As condições a serem regularmente satisfeitas ligadas à assistência governamental que tenha sido reconhecida?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação:</p> <p>A entidade deve divulgar condições a serem regularmente satisfeitas ligadas à assistência governamental que tenha sido reconhecida. Verificou-se se a empresa aponta os critérios a ser atendidos, a existência de metas de desempenho, etc., ou se</p>	
b.		

	mencionam a inexistência deles.	
13.	Pagamentos Baseados em Ações	
	<p>A companhia divulgou uma descrição de cada tipo de acordo de pagamento baseado em ações que vigorou em algum momento do exercício social?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com o CPC 10, a entidade deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis entenderem a natureza e a extensão de acordos de pagamento baseados em ações que ocorreram durante o período. Para tornar efetivo o cumprimento do disposto, a entidade deve divulgar a descrição de cada tipo de acordo de pagamento baseado em ações que vigorou em algum momento do exercício social, incluindo, para cada acordo, os termos e condições gerais, tais como as condições de aquisição, o prazo máximo das opções outorgadas e a forma de liquidação (em dinheiro ou em ações). Verificou-se se a empresa reserva parte específica das notas explicativas para descrição de cada de acordo de pagamento baseado em ações.</p>	CVM (Deliberação nº 562/08)
a.	<p>A companhia divulgou a quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ações para cada um dos grupos de opções?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com o CPC 10, a entidade deve divulgar a quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ação para cada um dos seguintes grupos de opções: (i) em aberto no início do período; (ii) outorgada durante o período; (iii) perdida durante o período; (iv) exercida durante o período; (v) expirada durante o período; (vi) em aberto no final do período; e (vii) exercível ao final do período. Verificou-se se a empresa faz a segregação de pelo menos dois destes itens.</p>	
14.	Ativo Diferido	
	<p>Para gastos anteriormente ativados, a companhia informa se foi feita análise para verificar a possível reclassificação para outros grupos de ativos?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: O conceito de ativo diferido não mais existe na Lei 11.638/07. Os valores que constam nesta conta iniciando devem ser reclassificados para outras contas do ativo ou se não puder ser alocado a outro grupo de contas, poderá permanecer no ativo sob essa classificação até sua completa amortização, sujeito à análise sobre a recuperação. Verificou-se se a empresa informa se foi feita a análise de reclassificação descrita.</p>	CVM (Deliberação nº 553/08) e CFC (NBC T 19.8)
	<p>Divulgou a opção adotada em relação aos gastos ativados que não mais atendam à definição de ativo diferido e que não possam ser reclassificados para outro grupo de ativos?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com a alteração inserida pela Lei 11.638/07 o saldo existente no ativo diferido que, pela sua natureza, não puder ser alocado a outro grupo de contas, poderá permanecer no ativo sob essa classificação até sua completa amortização, sujeito à análise sobre a recuperação. Verificou-se se a empresa indica se tomou a opção pela amortização imediata ou pelo prazo original dos saldos não reclassificados.</p>	CVM (Deliberação nº 527/07)
15.	Depreciação Econômica	
	<p>Utiliza taxas de depreciação econômicas?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: De acordo com a Lei 11.638/07 a companhia deve efetuar, periodicamente, análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado e no intangível, a fim de que sejam revisados e ajustados os critérios utilizados para determinação da vida útil-econômica estimada e para cálculo da depreciação, exaustão e amortização. O CPC 13 excepciona que a primeira das análises periódicas produza efeitos contábeis. Neste sentido, verificou-se se empresa divulga voluntariamente a informação para o exercício de 2008 ou mandatoriamente em 2009.</p>	CVM (Deliberação nº 565/08)
a.	<p>Divulga os critérios e premissas adotados na determinação nas taxas de depreciação econômicas?</p> <p>Racional e Critério adotado para pontuação: Sobre as análises periódicas para determinação da vida útil-econômica estimada para cálculo da depreciação, exaustão e amortização, verificou-se a empresa menciona quais critérios foram utilizados para determinação desta vida útil.</p>	
b.		

16. Outras Informações		
a.	Divulgou a opção em relação ao Regime Tributário de Transição? Racional e Critério adotado para pontuação: A Lei 11.941/09 criou o Regime Tributário de Transição, que em síntese, busca neutralizar os impactos da adoção da Lei 11.638/07, até que se possam regular definitivamente o modo e a intensidade de integração da legislação tributária com os novos métodos e critérios internacionais de contabilidade. Verificou-se se a empresa divulgou sua opção em relação à adoção ou não do RTT.	Lei 11.941/09
	b. Os critérios para a constituição de provisão para crédito e liquidação duvidosa (PCLD) são informados? Racional e Critério adotado para pontuação: Verificou-se se a empresa divulga as premissas econômicas de constituição da provisão para devedores duvidosos, definindo critérios tais como prazos ou definição de <i>ratings</i> de crédito.	Lei das S.A. (artigo 183) e IB (NPC 01)
	c. Informa o tratamento adotado para a conta "Reavaliações de Ativos"? Racional e Critério adotado para pontuação: Com a edição da Lei 11.638/07 a reserva de reavaliação deixou de existir. A Lei dispõe que os saldos existentes nas reservas de reavaliação deverão ser mantidos até a sua efetiva realização ou estornados até o final do exercício social que a Lei entrou em vigor. Verificou-se se a empresa divulga a opção por tal tratamento.	CVM (Deliberação nº 565/08)
	d. No caso dos lucros acumulados, a entidade propôs, ao término do exercício social, a destinação de eventuais saldos de lucros acumulados? Racional e Critério adotado para pontuação: Segundo o CPC 13, conforme modificação introduzida pela Lei nº. 11.638/07, o lucro líquido do exercício deve ser integralmente destinado. A referida Lei não eliminou a conta de lucros acumulados nem a demonstração de sua movimentação, que devem ser apresentadas como parte da demonstração das mutações do patrimônio líquido. Essa conta, entretanto, tem natureza absolutamente transitória e deve ser utilizada para a transferência do lucro apurado no período, contrapartida das reversões das reservas de lucros e para as destinações do lucro. Verificou-se se a empresa descreve política de destinação dos lucros acumulados.	CVM (Deliberação nº 565/08)
	e. O parecer dos auditores atesta a conformidade com o atendimento das práticas referentes à nova regulamentação? Racional e Critério adotado para pontuação: Verificou-se se o parecer dos auditores independentes atesta se as demonstrações contábeis apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes a posição financeira e patrimonial, o resultado do período, as mutações do patrimônio líquido, os fluxos de caixa e o valor adicionado das empresas de acordo com as práticas adotadas no Brasil.	-

FONTE: Elaborado pelo autor com base em Deloitte (2009), nos critérios utilizados pelos pós-graduandos da FEA-USP para a análise do Troféu Transparência do Prêmio ANEFAC - FIPECAFI - SERASA e nos normativos: Deliberação CVM nº 527/07, Deliberação CVM nº 534/08, Deliberação CVM nº 547/08, Deliberação CVM nº 550/08, Deliberação CVM nº 553/08, Deliberação CVM nº 554/08, Deliberação CVM nº 555/08, Deliberação CVM nº 556/08, Deliberação CVM nº 557/08, Deliberação CVM nº 560/08, Deliberação CVM nº 562/08, Deliberação CVM nº 565/08, Deliberação CVM nº 566/08, Instrução CVM nº 235/95, Instrução CVM nº 475/08, Nota explicativa à Instrução CVM nº 469/08, Resolução CMN nº 3.566/08, , Resolução CMN nº 3.604/08, CFC NBC T 3.7, CFC NBC T 3.8, CFC NBC T 19.8, CFC NBC T 10.2, NBC T 19.4, CFC NBC T 19.8, CFC NBC T 19.10, CFC NBC T 19.14, Lei 11.941/09, Lei das S.A. (6.404 Art. nº 183), Ibracon NPC 01.