

A Legibilidade das Demonstrações Financeiras e o custo de Capital de Terceiros

The Legibility of Financial Statements and the Cost of Debt

Artigo recebido em: 11/06/21 e aceito em: 01/08/22

Albert Weyder Mousinho da Silva

Vitória –ES

Mestre em Contabilidade e Administração pela FUCAPE¹
albertwm@hotmail.com

Neyla Tardin

Vitória – ES

Doutora em Ciências Contábeis e Administração
pela FUCAPE
neyla@fucape.br

dy covered a sample of 378 companies listed on B3 (Bolsa, Brasil and Balcão), from 2010 to 2017. The reports considered were the explanatory notes and management reports. Panel data regression models and ordinary least squares in two stages were used. The empirical results indicated a negative relationship between the level of readability of the explanatory notes and the cost of debt of the companies. For the management reports, no significant results were found. The research contributed to promote the discussion on the effects of the legibility of the reports released by the companies on the cost of debt.

Keywords: Readability; Capital of debt; Financial statements.

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre o nível de legibilidade das demonstrações financeiras e o custo de capital de terceiros. O estudo abrangeu uma amostra de 378 companhias listadas na B3 (Bolsa, Brasil e Balcão), durante o período de 2010 a 2017. Os relatórios considerados foram as notas explicativas e relatórios da administração. Foram utilizados modelos de regressão de dados em painel e mínimos quadrados ordinários em duas etapas. Os resultados empíricos indicaram uma relação negativa entre o nível de legibilidade das notas explicativas e o custo de capital de terceiros das empresas. Para os relatórios da administração não foram encontrados resultados significativos. A pesquisa contribuiu para promover a discussão sobre os efeitos da legibilidade dos relatórios divulgados pelas companhias no custo de capital de terceiros.

Palavras-chave: Legibilidade; Custo de capital; Demonstrações financeiras.

ABSTRACT

This research aims to analyze the relationship between the level of readability of the financial statements and the cost of debt. The stu-

1 INTRODUÇÃO

As demonstrações financeiras são a fonte primária de informações para os diversos participantes do mercado. A legibilidade limitada, por vezes observada em tais relatórios, tem levantado questionamentos sobre a qualidade do *disclosure* das empresas e sobre seus possíveis impactos sobre analistas, investidores e credores, quando eles avaliam a situação atual e perspectivas futuras das organizações empresariais baseados nesses demonstrativos (ERTUGRUL et al., 2017). Entendida como a facilidade de compreensão de um documento atribuída à forma de escrever (LIM; CHALMERS; HALON, 2018) ou a comunicação efetiva representada pela divulgação de informações relevantes sobre o valor da firma (LOUGHRAN; MC DONALD, 2014), a legibilidade refere-se à capacidade do escritor em produzir relatórios mais legíveis aos seus usuários (FRANCO et al., 2015). Neste sentido, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 00 R1 – Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório, elenca a compreensibilidade como atributo de cunho qualitativo, auxiliando que a informação seja mais útil e recomendada a divulgação da informação com clareza e precisão (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS 00 R1, 2011).

De acordo com Ertugrul et al. (2017), a baixa legibilidade está associada ao aumento do risco informacional percebido pelo mercado, ao passo que uma legibilidade elevada dos demonstrativos contábeis pode reduzir o custo dos investidores no tocante à obtenção das infor-

¹ FUCAPE- Fucape Business School - Vitória – ES - CEP: 29075-505.

mações que julgam relevantes e necessárias para análise, reduzindo o tempo despendido na compreensão dos mesmos (FRANCO et al., 2015). Além da importância relacionada à compreensibilidade textual, a legibilidade impacta também em outros aspectos organizacionais como sua relação com desempenho das firmas. Segundo Li (2008), a informação textual presente nos relatórios das empresas que têm performance abaixo da expectativa favorece a divulgação de relatórios mais complexos e difíceis de compreender pelas companhias, circunstância na qual os gestores podem ocultar informações relevantes e, em consequência e de forma deliberada, promoverem uma legibilidade deficiente dos seus relatórios. Por outro lado, organizações que publicam demonstrativos mais legíveis e compreensíveis têm lucros maiores e mais persistentes (LI, 2008). Dentre os aspectos, aos quais também foram relacionados com a legibilidade, cabe citar também o gerenciamento de resultados (LO; RAMOS; ROGO, 2017), a estratégia empresarial como determinante da legibilidade dos relatórios anuais divulgados pelas companhias (LIM; CHALMERS; HALON, 2018), o nível de legibilidade presente nos relatórios dos analistas (FRANCO et al., 2015), relação entre a legibilidade e sua influência informacional sobre os preços das ações (LEE, 2012).

Um outro aspecto passível de investigação é o efeito da legibilidade no custo de capital das companhias. Para Nardi et al. (2009) existem evidências da relação entre a qualidade da informação divulgada e a expectativa de retorno pelos credores ou fornecedores de recursos para as empresas, ou seja, o custo de capital das firmas. Os autores informam que as empresas, ao se comprometerem com a qualidade de suas informações, permitem aos usuários avaliarem o risco e retorno de maneira mais segura, antes de tomar a decisão de investir ou não na empresa. Para Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) a ligação entre informação contábil divulgada e o custo de capital das firmas é uma das questões fundamentais na pesquisa em contabilidade. Portanto, esta investigação tem como objetivo verificar, no contexto nacional, se a legibilidade afeta o custo de capital de terceiros das firmas. O estudo justifica-se em razão da literatura majoritariamente abordar tal temática em ambiente internacional, sobretudo nos Estados Unidos, cabendo a investigação em um país com condições que não se assemelham aos países desenvolvidos, como o Brasil. Além de contribuir teoricamente para a pesquisa em contabilidade e finanças, haja vista a pouca quantidade de estudos nacionais nesse sentido, promovendo a discussão dos efeitos da legibilidade no endividamento de curto e longo prazo das companhias, dada a relevância do capital de terceiros como fonte de recurso para as empresas, no qual seu custo tem reflexos na rentabilidade e no valor de mercado das firmas e, como contribuição prática, indicar possível aperfeiçoamento nas estratégias de *disclosure* das corporações, contribuição que pode ser estendida aos órgãos normativos ou reguladores na edição de orientações técnicas.

O custo de capital é representado pelas expectativas razoáveis de retorno das variadas fontes que financiam as empresas, ou seja, fontes próprias ou não (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008), e exerce um papel importante quando da tomada de decisões de gestão e investimento, refletindo um problema de informação assi-

métrica. Sendo assim, as informações divulgadas pelas companhias podem ajudá-las a reduzir seu custo de capital, contribuindo para que credores e investidores tenham um melhor entendimento sobre os riscos econômicos dos investimentos já realizados ou que pretendem realizar, afetando a percepção dos mesmos na situação atual e perspectivas futuras das firmas (GARCÍA-SÁNCHEZ; NOGUEIRA-GÁMEZ, 2017). O ambiente institucional brasileiro apresenta características peculiares, sobretudo relacionadas ao mercado de crédito. O Brasil apresenta um elevado nível de concentração bancária, comparada a países desenvolvidos como os Estados Unidos, fato que diminuiu a concorrência no setor, estimulando os bancos a exigirem taxas maiores dos tomadores de empréstimos (MONTEIRO et al., 2018). Acrescenta-se ainda que por não possuir um mercado de capitais bem desenvolvido, as empresas recorrem ao mercado de crédito em volume substancialmente superior ao mercado de capitais para financiamento de suas atividades (BEIRUTH, FÁVERO, 2016).

Uma outra peculiaridade atribuída a fatores institucionais do Brasil é a disponibilidade de acesso a fontes diferenciadas de crédito por meio de financiamento público via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com taxas exclusivas, observando-se, assim uma elevada participação do Estado na economia de forma geral e no mercado de crédito em particular (ALBANEZ, VALLE, CORRAR, 2011; ALENCAR, 2005). Em síntese, o Brasil apresenta um ambiente institucional fragilizado, com um mercado de capitais pouco ativo e com um nível de proteção legal ou *enforcement* inferior ao de países desenvolvidos (MOURA et al., 2016). Portanto, dada a importância das informações contidas nos relatórios que subsidiam a tomada de decisão dos *stakeholders*, sobretudo dos credores de recursos das companhias e as características peculiares do ambiente institucional brasileiro, esta pesquisa apresenta o seguinte problema: qual o efeito da legibilidade das demonstrações financeiras das companhias no seu custo de capital de terceiros?

Considerando que os credores sofisticados como os bancos geralmente representam a primeira opção para financiamento externo das empresas e que, ao avaliarem a viabilidade de disponibilizar recursos para as empresas, utilizam-se sobremaneira de suas informações publicadas e que a baixa legibilidade está associada a maior percepção de risco pelos credores (ERTUGRUL et al., 2017), cabe a presente investigação sobre os efeitos da legibilidade no custo de capital de terceiros. O estudo está dividido desta forma: na Seção 2 será contemplado o referencial teórico que fundamenta a pesquisa, na Seção 3 a metodologia, nas Seções 4 e 5, a análise dos resultados e a conclusão, respectivamente.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Legibilidade das demonstrações contábeis

A importância da legibilidade das demonstrações foi abordada, dentre outros, por Li (2010). Segundo o autor a contabilidade está

fundamentada na informação e usa como exemplo a atividade dos contadores que, em uma medida sintética como o lucro líquido, agregam centenas de outras informações. Tal estudo objetivou avaliar pesquisas sobre análises textuais das demonstrações financeiras e elencou três características principais que nortearam as pesquisas na área: a quantidade de informação divulgada, o tom textual utilizado nas demonstrações financeiras e a transparência ou legibilidade delas. Destaca ainda que as informações contidas nas demonstrações fornecem um proveitoso contexto para compreensão dos dados e testar interessantes hipóteses econômicas. O autor tece críticas a estudos anteriores na área de análise textual que utilizaram pequenas amostras, cujos dados foram coletados manualmente, sendo que sua pesquisa priorizou amostra mais ampla e utilizou moderno instrumental de linguagem computacional e estatística. Dentre seus achados, sugere que futuras pesquisas provavelmente se beneficiarão mais do desenvolvimento de hipóteses que estão mais ligadas às teorias econômicas, tanto no campo da economia clássica quanto na economia comportamental e experimental (LI, 2010). Em pesquisa realizada por Loughran e McDonald (2014), os autores analisaram as formas de mensurar a legibilidade das demonstrações financeiras e concluíram que o *Fog Index* é uma *proxy* pouco eficaz para mensuração da legibilidade em um contexto corporativo, haja vista que algumas palavras consideradas complexas, de acordo com a metodologia do índice, são corriqueiras no ambiente de negócios. Eles definem a legibilidade como a capacidade de investidores individuais e analistas assimilarem, por meio dos relatórios publicados, informações relevantes sobre o valor das companhias e concluem que o tamanho do arquivo *10-K* fornece uma medida simples e melhor de legibilidade, comparada ao *Fog Index*, por não requerer a análise do conteúdo do documento, ser menos propenso a erros de medição, além de ser de fácil replicação e correlacionado com outras medidas de legibilidade (LOUGHRAN; MC DONALD, 2014).

2.2 Legibilidade e medidas de desempenho empresarial

A relação entre legibilidade e medidas de desempenho empresarial foi abordada por Li (2008). O autor partiu da premissa que estudos anteriores identificaram que os gestores estão mais dispostos a publicar informações de melhor legibilidade nos seus demonstrativos quando a empresa apresenta desempenho positivo. Ele testou essa hipótese examinando se os relatórios anuais publicados pelas companhias que apresentam desempenho ruim são de difícil compreensão e se os lucros das firmas que apresentam demonstrativos mais complexos são menos persistentes. Tal hipótese foi suportada no estudo e concluiu que firmas com lucros mais baixos e menos persistentes tendem a publicar demonstrativos mais difíceis de compreender. A pesquisa forneceu evidências no sentido que os gestores das empresas podem estruturar seus relatórios anuais de forma oportunista, com o fito de ocultar informações adversas dos investidores (LI, 2008). Lee

(2012) investigou a relação entre a legibilidade dos relatórios trimestrais obrigatórios das empresas e a eficiência informacional refletida no preço de suas ações, analisando se os relatórios de baixa legibilidade inibem a reação do mercado após o anúncio de lucros, atrasando os efeitos informacionais incorporados ao preço das ações. Foram encontradas evidências no sentido de que relatórios com legibilidade deficiente prejudicam a capacidade de o mercado assimilar temporariamente as informações referentes aos lucros das empresas. Esse efeito adverso foi mais pronunciado em empresas com baixa cobertura de analistas e pouca participação de investidores institucionais, consistente com o pressuposto que intermediários da informação contábil atuam como mitigadores da assimetria de informação decorrente da falta de legibilidade dos relatórios (LEE, 2012).

O gerenciamento de resultados colocado em perspectiva com a legibilidade das demonstrações financeiras foi discutido por Lo, Ramos e Rogo (2017). A pesquisa ampliou a análise presente nos estudos de Li (2008) e objetivou avaliar se os gestores das companhias utilizam da divulgação mais complexa, não apenas em virtude do uso corriqueiro do jargão jurídico, mas também se usam a complexidade textual para ocultar informações dos investidores. Os autores encontraram evidências no sentido de um maior gerenciamento de resultados em empresas que buscam manter ou superar o nível de lucros obtido em anos anteriores. Tais empresas, em média, divulgam relatórios mais complexos, com baixa legibilidade, reforçando a crença que boas notícias são mais fáceis de divulgar. O estudo sugere ainda que o nível de legibilidade dos relatórios financeiros publicados pelas companhias vai além da discussão acerca da divulgação de boas ou más notícias e reforça a ideia do uso estratégico do *disclosure* pelos gestores para influenciar a compreensão dos investidores sobre o valor da empresa (LO; RAMOS; ROGO, 2017).

2.2.1 Legibilidade e custo de capital

A relação entre o papel exercido pela informação divulgada e o custo de capital das empresas foi abordada por Easley e O' Hara (2004). Eles trataram as informações segmentando-as entre públicas e privadas e acharam evidências no sentido que os investidores exigem um retorno maior para manter posições em ações de companhias com grande percentual de informações privadas, justificando que informações privadas aumentam o risco para investidores pouco informados manterem posição em ações dessas companhias e que investidores bem-informados são mais hábeis a modificarem seus portfólios e incorporar novas informações. Assim empresas com maior percentual de informações privadas enfrentam um maior custo de capital próprio. Argumentam ainda que os modelos recentes de CAPM não inclui o papel da informação na determinação dos retornos exigidos para as ações das empresas, mesmo com a sua reconhecida importância em mercados financeiros eficientes, já que as informações são refletidas integralmente na precificação de ativos. O

estudo forneceu um *link* entre a estrutura informacional das empresas e seu custo de capital, desenvolvendo um modelo para precificar ativos no qual ambos os tipos de informações afetam o retorno deles. Uma das conclusões da pesquisa é que empresas podem influenciar seu custo de capital afetando a precisão e a quantidade de informação disponível para os investidores das companhias (EASLEY; O' HARA, 2004).

Para Lambert, Leuz e Verrecchia (2011) a informação assimétrica não afeta o custo de capital das empresas em ambiente de concorrência perfeita, sendo este afetado apenas pela média de precisão das informações dos investidores, entretanto esse cenário muda no contexto de competição imperfeita e a informação assimétrica passa a afetar o custo de capital. Assim, o grau de competição exerce um papel crítico na relação entre informação assimétrica e custo de capital. Tal resultado fornece evidência do papel da informação assimétrica afetando ou não o custo de capital das firmas a depender do cenário econômico em que determinada companhia esteja inserida. Para Mazumdar e Sengupta (2005) empresas que consistentemente publicam informações detalhadas, oportunas e informativas têm menores custos de dívida. As evidências encontradas apontam para uma relação negativa entre a taxa de juros dos empréstimos bancários e uma medida de qualidade do *disclosure* de tais companhias. Uma das motivações da pesquisa reside no fato de que a utilização de crédito via instituições bancárias é a maior fonte de financiamento externo das empresas norte-americanas não-financeiras. Concluem que empresas consideradas como de alto nível de qualidade nas suas informações publicadas desfrutam de juros mais baixos nos seus empréstimos, na medida em que os bancos acreditam que essas empresas são menos prováveis de reter informações adversas.

Estudo de Ertugrul et al. (2017) objetivou analisar a influência da legibilidade e tom ambíguo dos relatórios anuais das empresas nos custos de seus empréstimos bancários. Os autores argumentam que apesar das evidências que mostram que a legibilidade afeta experientes participantes do mercado como os analistas financeiros, não está claro se ela afeta credores sofisticados a como os bancos. Investigaram também o impacto das características textuais em termos não relacionados a preços nos contratos de empréstimos, como garantia e prazo de maturidade. Ressalvam que apesar das evidências encontradas indicarem que a legibilidade é um determinante-chave do custo dos empréstimos e está relacionada a tentativas de ocultar a divulgação de notícias ruins, reconhecem que o impacto da legibilidade pode estar associado à complexidade das empresas, ou seja, negócios mais complexos precisam de maiores relatórios e, portanto, com nível de legibilidade potencialmente menor. A pesquisa forneceu a primeira evidência científica de que uma legibilidade deficiente aumenta o risco informacional percebido pelos credores e leva a maiores custos de financiamento externo, contribuindo para a literatura sobre as causas e consequências das propriedades textuais de relatórios empresariais publicados (ERTUGRUL et al., 2017).

2.2.2 Contexto nacional

No Brasil, alguns estudos relacionaram a influência da qualidade da informação contábil, do *disclosure*, da adoção de níveis diferenciados de governança e do padrão IFRS no custo de capital das empresas nacionais. Lima (2009) verificou que grau de evidenciação voluntária é inversamente relacionado com o custo de capital de terceiros, na medida em que a elevação do nível de divulgação de informações pelas companhias resulta na diminuição da assimetria informacional, reduzindo o risco dos emprestadores de recursos para empresas. Essa investigação buscou avaliar a magnitude da relação entre o grau de *disclosure* e o custo de capital de terceiros de empresas nacionais. Por outro lado, Alencar (2005) em estudo semelhante concluiu que o nível de evidenciação das empresas nacionais não afeta seu custo de capital, ou seja, não foi observada a relação significativa entre essas variáveis, resultado atribuído às peculiaridades institucionais do Brasil. Passos et al. (2017) sugerem que há uma relação positiva entre o grau de *disclosure* dos riscos de mercado e o custo de capital de terceiros. Esta evidência indica, segundo os autores, que as instituições financeiras estão mais criteriosas na análise de concessão de recursos às empresas por meio de linhas de crédito, já que ao identificarem os riscos incorridos, elevam o custo dos empréstimos. Argumentam ainda que dentre as informações relevantes a serem divulgadas que irão auxiliar na redução da assimetria de informação entre os *stakeholders* das empresas destaca-se o *disclosure* dos riscos de mercado, exigência da Comissão de Valores Mobiliários-CVM. O estudo também sustenta que um maior nível de evidenciação não resulta apenas em efeitos positivos para as empresas, mas que também pode inicialmente trazer efeitos negativos para elas (PASSOS et al., 2017). Um maior nível de transparência das informações contábeis obtido após a entrada de empresas listadas na bolsa de valores brasileira em níveis superiores de governança exerce um impacto na redução do custo de capital de terceiros, consoante pesquisa de Barros et al. (2015). Esse resultado vai ao encontro de pesquisas internacionais que verificaram que atributos oriundos de boas práticas de governança que elevam a qualidade da informação contábil e diminuem a assimetria de informação permitindo que empresas desfrutem de menores taxas de juros na contratação de empréstimos, ocasião na qual o mercado de crédito reconhece tais atributos como um fator que reduz a probabilidade de não cumprimento de obrigações financeiras contraídas, proporcionando menores taxas comparadas a empresas não listadas em algum nível de governança (BARROS et al., 2015). Esse achado foi semelhante ao obtido no estudo de Cicogna, Toneto Junior e Valle (2007) que concluíram que quanto mais elevado o nível de governança adotado pelas empresas, a restrição no acesso ao crédito diminuiu, trazendo mais segurança e garantias às instituições financeiras que atuam no Brasil, haja vista a insegurança típica do sistema judiciário nacional, da fragilidade institucional, bem como da presença de elevada taxa para financiamentos com prazos reduzidos.

Objetivando investigar o impacto do *disclosure* ambiental no custo de capital de terceiros de empresas nacionais, Fernandes (2013) chegou à conclusão de que tanto o *disclosure* ambiental positivo quanto o negativo não exerce efeito sobre o custo de capital, justificando que a avaliação do desempenho ambiental pelas instituições bancárias para concessão de recursos é gradual e limitada ainda. Atribui também o resultado ao gerenciamento das informações ambientais divulgadas pelas empresas já que elas tendem a priorizar eventos ambientais positivos em seus relatórios, bem como a eventos alheios ao contexto ambiental apontados nos demonstrativos das companhias (FERNANDES, 2013). Considerando que adoção do padrão de normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards-IFRS*) tem como objetivo elevar a qualidade da informação contábil, Gatsios et al. (2016) analisou o impacto dessa adoção no custo de capital de empresas brasileiras no período de 2004 a 2013, tendo em vista que essas normas privilegiam a essência sobre a forma o que, segundo os autores, tendem a reduzir a assimetria de informação. As evidências encontradas indicaram que a adoção do padrão IFRS não impactou o custo de capital das empresas brasileiras, contrariamente ao observado em estudo com países europeus fato que os autores atribuem ao tempo necessário para que sejam observados possíveis impactos da adoção desse padrão contábil e à fragilidade institucional brasileira (GATSIOS et al., 2016). Cabe ressaltar que as evidências verificadas em pesquisas nacionais e internacionais apontam, em sua maioria, que um maior nível de legibilidade, transparência e, conseqüentemente, da qualidade da informação contábil tem efeitos sobre a redução do custo de capital, razão pela qual é oportuno avaliar a relação específica entre legibilidade e custo de capital de terceiros adstrita ao ambiente institucional brasileiro. Desta forma, para atingir seu objetivo, a presente pesquisa busca testar a seguinte hipótese: H1 - empresas que apresentam menor legibilidade de suas demonstrações financeiras têm custo de capital de terceiros mais alto.

3 METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa empírica, quantitativa, de caráter descritivo e de corte longitudinal com dados secundários. Para testar a relação entre o nível de legibilidade dos relatórios e o custo de capital de terceiros foi utilizado o modelo de dados em painel com efeitos fixos, bem como mínimos quadrados ordinários em dois estágios. O modelo de estimação de dados em painel possibilita fazer inferências sobre eventuais diferenças entre empresas sobre a evolução do que se pretende investigar. Este modelo permite avaliar relações temporais e no espaciais entre as variáveis que o compõe, ou seja, captura simultaneamente dimensões de corte temporal e longitudinal entre os dados observados (FÁVERO, 2013). O modelo de efeitos fixos possibilita que o intercepto se altere para cada indivíduo ou empresa, levando em conta sua natureza específica, entretanto pressupõe-se que os coeficientes angulares são fixos entre as observações da

amostra (ALBANEZ; VALLE, 2009). O modelo de mínimos quadrados ordinários em dois estágios utiliza-se de variáveis instrumentais para neutralizar o viés oriundo de uma regressão sem as cautelas necessárias, tal método serve também para superar potenciais problemas de endogeneidade entre variáveis (MARTINEZ, 2008; GÜNEY, 2017).

3.1 Amostra

A população compreendeu empresas listadas na B3 - Bolsa, Brasil, Balcão (antiga BOVESPA) e a amostra constituída de 378 empresas. Foram excluídas as empresas do setor financeiro, seguradoras e com dados indisponíveis. A base final apresentou 1.363 observações referentes às variáveis contempladas na pesquisa. A seguir, a Tabela 1 descreve quantitativamente a população e amostra trabalhada na pesquisa, bem como o número de observações.

Tabela 1 – POPULAÇÃO E AMOSTRA

PERÍODO DA PESQUISA	2010 A 2017
Quantidade de empresas	434
Quantidade de empresas excluídas	(56)
Total da amostra	378
Nº de observações iniciais	3.056
Nº de observações perdidas	(1.693)
Total de observações	1.363

Fonte: elaborada pelo autor

3.2 Definição das variáveis

3.2.1 Variável independente

A variável independente ou explicativa foi o nível de legibilidade (LEG) das demonstrações financeiras publicadas pelas companhias listadas na B3, especificamente o relatório da administração e as notas explicativas, exigidas pela legislação societária e que, portanto, faz parte do *disclosure* obrigatório das empresas de capital aberto consoante Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976). Essa obrigatoriedade é determinada pelo órgão regulador com o objetivo de reduzir a assimetria de informação e proteger os usuários da informação contábil (GOMES et al., 2018). Para Ponte e Oliveira (2004) os relatórios consistem em informações suplementares às tradicionais exigidas pela legislação, como BP (Balanço Patrimonial) e DRE (Demonstração do Resultado do Exercício), haja vista que as informações divulgadas nesses demonstrativos parecem não atender a contento as necessidades dos usuários. Nesse sentido, as notas explicativas devem evidenciar as práticas e procedimentos adotados pelas companhias que

repercutem nos seus demonstrativos publicados. Já o relatório da administração é o meio pelo qual os gestores das empresas comunicam-se com os usuários externos, utilizando uma linguagem menos técnica. O objetivo principal é evidenciar informações relevantes que nem sempre podem ser facilmente compreendidas nos demonstrativos contábeis tradicionais divulgados (PONTE; OLIVEIRA, 2004). Foram utilizadas duas métricas de legibilidade: logaritmo do tamanho do arquivo PDF em *kilobytes* (kB) disponibilizados no site da B3 e logaritmo do número de palavras dos referidos relatórios. Tais métri-

cas estão objetivamente associadas ao comprimento do relatório, na perspectiva de quanto maior a extensão do relatório a compreensão dos mesmos fica prejudicada, em virtude do tempo e esforço maior para se extrair informações relevantes, reflexo de uma legibilidade reduzida (LI, 2008). Cabe ressaltar que essas *proxies* de legibilidade são plenamente aplicáveis a textos em língua portuguesa. Assim, espera-se que quanto maior o número de palavras ou o tamanho do arquivo, menor o nível de legibilidade do relatório. A Tabela 2 descreve a variável independente nas duas métricas utilizadas.

Tabela 2 – descrição da variável independente

VARIÁVEL	FÓRMULA	FONTE	REFERÊNCIA	SINAL ESPERADO
Nível de Legibilidade (LEG)	$LEG = \ln$ (Tamanho do Arquivo)	-	Loughran e Mc Donald (2014), Ertugrul et al. (2017).	Positivo
Nível de Legibilidade (LEG)	$LEG = \ln$ (Número de palavras)	-	Li (2008).	Positivo

Fonte: elaborada pelo autor.

De acordo com Li (2008), presume-se que documentos mais extensos são mais dissuasivos e difíceis de ler, demandando maiores custos no processamento de suas informações. Para o autor, o comprimento dos relatórios financeiros pode ser usado estrategicamente pelos gestores de maneira a torná-los menos transparentes, ocultando informações adversas dos investidores.

3.2.2 Variável dependente

A variável dependente ou explicada foi representada pelo custo de capital de terceiros (Kd) e é calculado de acordo com a fórmula (1):

$$Kd = DF / PO \quad (1)$$

Em que:

Kd = custo de capital de terceiros; DF = despesa financeira; PO = passivo oneroso.

O passivo oneroso (PO) foi representado pelas obrigações oriundas da contratação de empréstimos e financiamentos, calculado conforme fórmula (2):

$$PO = FCP + FLP \quad (2)$$

Em que:

FCP = obrigações de financiamentos contraídas a curto prazo;
FLP = obrigações de financiamentos contraídas a longo prazo.

Os dados referentes ao custo de capital das companhias pre-

sentes na amostra, bem como das variáveis de controle, foram coletados da base Econômica® e das demonstrações financeiras publicadas pelas companhias disponibilizadas na B3 e Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.2.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle utilizadas foram: tamanho da empresa (TAM), endividamento (LEV), *Market-to-book* (MB) e retorno sobre os ativos (ROA). As Tabelas 2 e 3 descrevem as variáveis de controles, bem como a dependente e independente utilizadas no modelo. Para Ertugrul et al. (2017), o uso do tamanho como variável de controle é justificado porque empresas de grande porte tendem a ser mais estáveis e com baixa assimetria de informação e, portanto, usufruem de baixos *spreads* bancários. Com relação ao *Market-to-book* os autores sugerem que em empresas de elevado crescimento espera-se um impacto negativo sobre o custo dos empréstimos, já que representa um valor adicional que a companhia apresenta em relação ao apresentado nas demonstrações e que pode ser acessado pelos credores em caso de inadimplência. Firms com alto endividamento, em média, são mais arriscadas e, portanto, espera-se que tenham elevados custos de empréstimos. A medida de rentabilidade foi incluída devido ao fato que empresas de alta rentabilidade apresentam riscos relativamente baixo (ERTUGRUL et al., 2017).

Tabela 3 – descrição das variáveis de controle

VARIÁVEL	FÓRMULA	FONTE	REFERÊNCIA	SINAL ESPERADO
Tamanho (TAM)	TAM= Ln (ATIVO TOTAL)	Econômica®	Ertugrul et al. (2017), García-Sánchez e Noguera-Gámez, (2017), Mansi; Maxwell e Miller (2011), Passos et al. (2017)	Negativo
Endividamento (LEV)	LEV=LAJIR/LAIR	Econômica®	Ertugrul et al. (2017); Martinez e Silva (2017)	Positivo
VARIÁVEL	FÓRMULA	FONTE	REFERÊNCIA	SINAL ESPERADO
Market-to-book (MB)	MB=valor de mercado/PL	Econômica®	Ertugrul et al. (2017), Mazumdar e Sengupta (2005)	Negativo
Retorno sobre os ativos (ROA)	ROA=lucro líquido/ativo total	Econômica®	Martinez e Silva (2017), Cho; Freedman e Patten (2012)	Negativo

Fonte: elaborada pelo autor.

3.2.4 Modelo

A análise estatística envolveu a regressão com dados em painel com efeitos fixos e mínimos quadrados ordinários em dois estágios. O modelo (4) utilizado na pesquisa foi o seguinte:

$$Kd_{(t+1)} = \beta_0 + \beta_1 LEG_t + \beta_2 TAM_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 MB_t + \beta_5 ROA_t + \varepsilon \quad (4)$$

Em que: $Kd_{(t+1)}$ = custo de capital de terceiros; LEG_t = medida de legibilidade.

TAM_t = tamanho da firma; LEV_t = endividamento; MB_t = *Market-to-book*;

ROA_t = Retorno sobre os ativos; ε = termo de erro; β_0 = intercepto estimado; β_1 a β_5 = coeficientes estimados.

Cabe ressaltar que a variável independente e as variáveis de controle foram defasadas em um período em relação a variável dependente (LIMA, 2009; ERTUGRUL et al., 2017). Desta forma para o custo de capital de terceiros foi considerado o período de 2011 a 2017 e para as demais variáveis o período de 2010 a 2016. Espera-se que um menor nível de legibilidade, representado por um elevado número de palavras de um relatório ou elevado tamanho do arquivo em PDF, aumente o custo de capital de terceiros. Foram feitos testes relacionando o nível de legibilidade com o custo de capital de terceiros (Kd) da seguinte forma:

i) teste entre o nível de legibilidade do relatório da administração medido pelo logaritmo do tamanho do arquivo em PDF do mesmo e o Kd; ii) teste entre o nível de legibilidade do relatório da administração medido pelo logaritmo do número de palavras do documento e o Kd; iii) teste entre o nível de legibilidade das notas explicativas medido pelo logaritmo do tamanho do arquivo em PDF do documento e o Kd; iv) teste entre o nível de legibilidade das notas explicativas medido pelo logaritmo do número de palavras do documento e o Kd. Considerando que são duas métricas de legibilidade (logaritmo do número de palavras e do tamanho do arquivo), foram feitos 4 (quatro) testes por método de estimação. Para realização dos testes econométricos foi utilizado o software estatístico *Stata*®. A seção seguinte apresenta a análise dos resultados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva e matriz de correlação

Os resultados obtidos na estatística descritiva e na matriz de correlação estão apresentados na Tabela 4 e 5, onde são mostradas as características apontadas para empresas que compõe a amostra pesquisada, no tocante às variáveis que compõe o modelo.

Tabela 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA

VARIÁVEL	OBS	MÉDIA	D.P	MIN	P.25	MED.	P.75	MAX
NE TAM.	1.363	6,43	0,73	3,69	6,01	6,42	6,86	8,28
NE PALAV.	1.363	9,77	0,67	6,89	9,53	9,91	10,18	10,82
RA TAM.	1.363	5,75	1,17	2,20	5,00	5,87	6,57	8,09
RA PALAV.	1.363	8,20	0,93	4,91	7,62	8,33	8,83	10,00
KD	1.363	0,46	1,62	0,00	0,09	0,16	0,29	18,15
TAM	1.363	14,76	1,74	8,50	13,64	14,96	15,93	18,45
LEV	1.363	1,08	3,29	-12,67	0,59	1,06	1,45	19,78
MB	1.363	1,73	2,43	-6,32	0,56	1,18	2,24	18,62
ROA	1.363	-0,00	0,16	-1,70	-0,02	0,02	0,06	0,34

NE TAM.: legibilidade das notas explicativas medida pelo log do tamanho do arquivo PDF em *kilobytes*; **NE PALAV.:** legibilidade das notas explicativas medida pelo log do número de palavras; **RA TAM.:** legibilidade dos relatórios da administração medida pelo log do tamanho do arquivo PDF em *kilobytes*; **RA PALAV.:** legibilidade dos relatórios de administração medida pelo log do número de palavras; **Kd:** custo de capital de terceiros; **TAM:** tamanho da empresa; **LEV:** endividamento; **MB:** *Market-to-book* e **ROA:** retorno sobre os ativos. Todas as variáveis foram *winsorizadas* a 1% para a exclusão de *outliers* da amostra.

Fonte: elaborada pelo autor utilizando o *Stata*®.

Por meio da Tabela 4 verifica-se que a média referente ao tamanho do arquivo e também ao número de palavras é maior para notas explicativas em comparação à média do relatório da administração, conforme esperado, haja vista que o Comitê de Pronunciamentos

Contábeis – CPC 26 R1 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, elenca que as mesmas devem fornecer informações sobre as políticas contábeis e outras elucidativas, ausentes nos demonstrativos (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS 26 R1, 2011).

Tabela 5 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	NE TAM	NE PALAV.	RA TAM.	RA PALAV.	KD	TAM	LEV	MB	ROA
NE TAM.	1,00								
NE PALAV.	0,6073***	1,00							
RA TAM.	0,3701***	0,3951***	1,00						
RA PALAV.	0,3652***	0,5872***	0,6418***	1,00					
KD	-0,0487*	-0,0453*	0,0095	-0,0845***	1,00				
TAM	0,5389***	0,7173***	0,3532***	0,5893***	-0,1092***	1,00			
LEV	0,0170	0,0393	0,0159	0,0274	-0,0085	0,0261	1,00		
MB	0,0712***	0,1107***	0,1073***	0,1286***	-0,0160	0,0437	0,0484*	1,00	
ROA	0,0675**	0,2011***	0,1199***	0,2655***	-0,0765***	0,2667***	0,0579**	0,2180***	1,00

NE TAM.: legibilidade das notas explicativas medida pelo log do tamanho do arquivo pdf em *kilobytes*; **NE PALAV.:** legibilidade das notas explicativas medida pelo log do número de palavras; **RA TAM.:** legibilidade dos relatórios da administração medida pelo log do tamanho do arquivo pdf em *kilobytes*; **RA PALAV.:** legibilidade dos relatórios de administração medida pelo log do número de palavras; **Kd:** custo de capital de terceiros; **TAM:** tamanho da empresa; **LEV:** endividamento; **MB:** *Market-to-book* e **ROA:** retorno sobre os ativos. Todas as variáveis foram *winsorizadas* a 1% para a exclusão de *outliers* da amostra. ***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%. **Fonte:** elaborada pelo autor utilizando o *Stata*®.

Os resultados dos testes estatísticos baseados nos modelos de regressão apresentados estão evidenciados na Tabela 6 a seguir. Primeiramente serão evidenciados os resultados obtidos pelo modelo de dados em painel com efeitos fixos e em seguida os testes feitos pelo método de mínimos quadrados ordinários em duas etapas. A Tabela 6 está dividida em quatro partes. As partes A e B mostram os resultados obtidos quando o modelo de estimação utilizado foi o

de dados em painel, sendo a parte A para as notas explicativas e a B para os relatórios da administração. As partes C e D evidenciam os resultados obtidos pelo modelo de MQO em dois estágios, sendo a parte C para as notas explicativas e a D para os relatórios da administração. No lado esquerdo da Tabela 6 estão as medidas de legibilidade referentes ao tamanho do arquivo e à direita as medidas referentes ao número de palavras dos demonstrativos pesquisados.

TABELA 6 – RESULTADO DO MODELO EMPÍRICO

PARTE A – PAINEL EFEITOS FIXOS – NOTAS EXPLICATIVAS					
	COEF.	P-VALOR		COEF.	P-VALOR
NE TAM.	0,0731649	0,259	NE PALAV.	0,1063508	0,389
TAM	-0,225848	0,251	TAM	-0,2294736	0,258
LEV	-0,0126787	0,241	LEV	-0,0128221	0,235
MB	-0,0354959	0,081*	MB	-0,0355515	0,078*
ROA	-0,0125137	0,981	ROA	-0,0125137	0,970
<i>Constante</i>	3,205953	0,216	<i>Constante</i>	3,205953	0,257
PARTE B – PAINEL EFEITOS FIXOS – RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO					
RA TAM.	0,0198027	0,462	RA PALAV.	-0,0261357	0,726
TAM	-0,2120291	0,258	TAM	-0,2294736	0,262
LEV	-0,0124603	0,246	LEV	-0,0128221	0,244
MB	-0,0347808	0,084*	MB	-0,0355515	0,078*
ROA	-0,0302179	0,954	ROA	-0,0125137	0,957
<i>Constante</i>	3,359079	0,216	<i>Constante</i>	3,585819	0,220
PARTE C - MQO EM 2 ESTÁGIOS – NOTAS EXPLICATIVAS					
	COEF.	P-VALOR		COEF.	P-VALOR
NE TAM.	0,0201257	0,750	NE PALAV.	0,1711544	0,038**
TAM	-0,0940479	0,003***	TAM	-0,1361997	0,258
LEV	-0,0015403	0,947	LEV	-0,0021136	0,928
MB	-0,0008582	0,933	MB	-0,0042192	0,639
ROA	-0,5130647	0,118	ROA	-0,5162097	0,103
<i>Constante</i>	1,726399	0,000***	<i>Constante</i>	0,8121408	0,122
PARTE D - MQO EM 2 ESTÁGIOS – RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO					
	COEF.	P-VALOR		COEF.	P-VALOR
RA TAM.	0,0791559	0,155	RA PALAV.	-0,0402247	0,444
TAM	-0,1078131	0,000***	TAM	-0,077286	0,003***
LEV	-0,001576	0,946	LEV	-0,0014841	0,949
MB	-0,0038999	0,684	MB	0,0008218	0,933
ROA	-0,526529	0,101	ROA	-0,4989871	0,127
<i>Constante</i>	1,609227	0,000***	<i>Constante</i>	1,935162	0,000***

A tabela indica as seguintes variáveis: RA TAM.: legibilidade dos relatórios da administração medida pelo log do tamanho do arquivo PDF em kilobytes (kB); RA PALAV.: legibilidade dos relatórios de administração medida pelo log do número de palavras; Kd: custo de capital de terceiros; TAM: tamanho da empresa; LEV: endividamento; MB: *Market-to-book* e ROA: retorno sobre os ativos. Fonte: elaborada pelo autor utilizando o *Stata*®. *** Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%.

De acordo com a Tabela 6, os resultados mostram que os coeficientes das variáveis que medem o nível de legibilidade, tanto das notas explicativas (parte A) quanto dos relatórios da administração (parte B) não foram significativos, quando gerados pelo método de estimação de dados em painel com efeitos fixos, assim como os referentes aos relatórios da administração (parte D) com o modelo estimado pelo método de mínimos quadrados em duas etapas e para as notas explicativas quando a medida de legibilidade foi o tamanho do arquivo (parte C, à esquerda). Sobre as variáveis de controle, observa-se que

o *Market-to-book* (MB) mostrou-se significativa a 10% tanto para notas explicativas quanto para relatório da administração e em ambas as medidas de legibilidade, quando estimados pela regressão de dados em painel com efeitos fixos (partes A e B). Quando estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários em duas etapas, as variáveis de controle significativas foram: tamanho da firma, tanto para notas explicativas quando sua legibilidade foi medida pelo tamanho do arquivo (parte C, à esquerda), quanto para ambas as medidas referentes ao relatório da administração (parte D).

Entretanto, mesmo com algumas variáveis de controle mostrando-se significativas nesses testes e de acordo com que preconiza a literatura (ERTUGRUL et al., 2017), os coeficientes das variáveis de legibilidade não foram significativos e, portanto, não são estatisticamente diferentes de zero, razão pela qual a hipótese de pesquisa será rejeitada para esses testes. Tais resultados podem ser atribuídos à limitação e superficialidade das métricas, baseadas em número de palavras e tamanho do arquivo, que não capturaram apropriadamente a complexidade de um texto. Neste aspecto, a simplicidade das métricas que, a princípio, pode ser uma vantagem (LOUGHRAN; MC DONALD, 2014) mostrou-se insuficiente para explicar uma possível relação entre as variáveis. Cabe ressaltar ainda que a *proxy*, tamanho do arquivo, também pode ser influenciada por elementos gráficos como imagens sem necessariamente representar elevação de conteúdo textual dos demonstrativos. Esses resultados se coadunam com os obtidos por Lambert, Leuz e Verrecchia (2011), em estudo que investigou a relação entre informação assimétrica e o custo de capital das empresas em ambiente de concorrência perfeita, assim como estudos semelhantes feitos no Brasil por Fernandes (2013), Alencar (2005) e Gatsios et al. (2016), onde não foram encontradas evidências consistentes dessa relação. Cabe ressaltar ainda os resultados presentes na Tabela 6, no teste feito para notas explicativas quando sua legibilidade foi medida pelo logaritmo número de palavras do documento (parte C, à direita). O coeficiente referente ao nível de legibilidade foi significativo a 5%, bem como mostrou-se positivo, evidenciando uma relação direta entre o número de palavras presente no documento e o custo de capital de terceiros, ou seja, quanto menor o nível de legibilidade do documento (representado pelo aumento no número de palavras dele) maior o custo de capital de terceiros da companhia. Nesse aspecto, o resultado fornece evidências de que hipótese da pesquisa abaixo destacada não pode ser rejeitada.

H1: empresas que apresentam menor legibilidade de suas demonstrações financeiras têm custo de capital de terceiros mais alto.

Na literatura internacional, achados semelhantes foram observados no estudo de Ertugrul et al. (2017) no qual concluíram que empresas que divulgam relatórios com baixa legibilidade, obtêm maiores *spreads* bancários ao contratar empréstimos e financiamentos com instituições financeiras. Semelhante conclusão foi verificada em pesquisa de Mazumdar e Sengupta (2005), em que os autores forneceram evidências que empresas que demonstraram alta qualidade em seu *disclosure* usufruem de menores taxas na contratação de crédito bancário. Na literatura nacional, Lima (2009) encontrou evidências da relação inversa entre o nível de evidenciação e o custo de capital das empresas, assim como nas pesquisas de Barros et al. (2015) e Cicogna, Toneto Junior e Valle (2007).

5 CONCLUSÃO

Pesquisas anteriores apontam que um menor nível de legibilidade, *disclosure* e evidenciação estão associados a um maior

custo de capital das companhias, entretanto estes achados foram, em sua maioria, restritos a ambientes internacionais, ficando lacunas a serem preenchidas em estudos nacionais, razão pela qual fez-se necessária estudar essa relação no ambiente institucional brasileiro. Esta pesquisa buscou investigar a relação entre o nível de legibilidade das demonstrações financeiras das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira (B3), especificamente das notas explicativas e dos relatórios da administração, e custo de capital de terceiros de tais companhias. Como a contabilidade é uma ciência pautada na informação, esses relatórios são de suma importância para compreensão do ambiente empresarial onde essas firmas atuam pelos diversos *stakeholders* das companhias, sejam eles credores, acionistas, potenciais investidores, dentre outros. A forma como essa informação é divulgada e compreendida pode impactar os resultados das companhias, fato que já foi amplamente estudado pela literatura, sobretudo a internacional.

Os resultados encontrados na pesquisa forneceram indícios no sentido que um menor nível de legibilidade pode impactar o custo de capital de terceiros das companhias, em uma relação inversa. Essa evidência foi restrita a notas explicativas, cuja legibilidade foi medida pelo número de palavras desse relatório. A pesquisa não encontrou evidências dessa relação quando o documento em questão foi o relatório da administração, portanto não se pode estender esse efeito para esse tipo de documento. Mesmo com as evidências encontradas é preciso levar em consideração algumas questões que podem ser encaradas como limitações de pesquisa. A primeira reside na medida de custo de capital, haja vista tratar-se de uma estimativa considerada ao assumir o percentual de 34% para os impostos, para assim obter a despesa financeira líquida. Sabe-se que, na realidade, pode haver diferenças entre empresas e setores no tocante à alíquota efetiva de imposto. Nesta perspectiva deve ser considerada também como limitação de pesquisa a dificuldade de se estimar custo de capital de terceiros no Brasil. Segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), mesmo com um histórico de altas taxas de juros no Brasil, grandes empresas conseguem superar essa questão por meio de recursos subsidiados via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, o que pode distorcer a estimativa. Uma outra limitação encontrada foi a escassez de estudos nacionais que investigaram de maneira específica a relação entre legibilidade e custo de capital de terceiros. Como uma aproximação foram contemplados estudos que avaliaram a relação do *disclosure* com o custo de capital. Em decorrência, uma outra limitação encontrada foi escolher o modelo econométrico mais apropriado para a investigação. Recomendações para estudos posteriores residem na ideia de trabalhar um período maior, utilizando outros modelos de estimação alternativos, com outras métricas de legibilidade, outros relatórios publicados pelas empresas, verificar os efeitos da legibilidade sobre o custo de capital próprio, bem como incluir novas variáveis de controle na pesquisa.

REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, Tatiana; DO VALLE, Maurício R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009.
- ALBANEZ, Tatiana; DO VALLE, Maurício R.; CORRAR, Luiz J. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Mackenzie Management Review**, v. 13, n. 2, 2011.
- ALENCAR, Roberta Carvalho de. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, 2005.
- ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G.; ARAÚJO, Adriana M. P. de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.
- BARROS, Claudio M. E.; DA SILVA, Pedro Y. C.; VOESE, Simone Bernandes. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 2, 2015.
- BEIRUTH, Aziz X.; FÁVERO, Luiz P. L. Um ensaio sobre a adoção das international financial reporting standards em covenants contratuais. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 1, p. 1-22, 2016.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Publicado em 17 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em 25 de abr. 2019.
- CICOGNA, Maria P. V; TONETO JUNIOR, Rudinei; DO VALLE, Maurício R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 42, n. 1, p. 52-63, 2007.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 00 R1 – Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. **Pronunciamentos**. Brasília, 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/>>. Acesso em: 21 out. de 2018.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 26 R1 – Apresentação das Demonstrações Contábeis. **Pronunciamentos**. Brasília, 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/>>. Acesso em: 23 mar. de 2019.
- CHO, Charles H.; FREEDMAN, Martin; PATTEN, Dennis M. Corporate disclosure of environmental capital expenditures: A test of alternative theories. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 25, n. 3, p. 486-507, 2012.
- EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Information and the cost of capital. **The journal of finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.
- ERTUGRUL, Mine; LEI, Jin; QIU, Jiaping; WAN, Chi. Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 52, n. 2, p. 811-836, 2017.
- FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, 2013.
- FERNANDES, Sheila M. A influência do disclosure ambiental voluntário no custo da dívida. **RAI - Revista de Administração e Inovação**, v. 10, n. 3, p. 165-183, 2013.
- FRANCO, Gus de; HOPE, Ole-Kristian; VYAS, Dushyantkumar; ZHOU, Yibin. Analyst Report Readability. **Contemporary Accounting Research**, v. 32, n. 1, p. 76-104, 2015.
- GARCÍA-SÁNCHEZ, Isabel-María; NOGUERA-GÁMEZ, Lúgía. Integrated information and the cost of capital. **International Business Review**, v. 26, n. 5, p. 959-975, 2017.
- GATSIOS, Rafael C.; SILVA, José M.; AMBROZINI, Marcelo A.; ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G. Impacto da adoção do padrão IFRS no custo de capital próprio das empresas de capital aberto no Brasil. **Mackenzie Management Review**, v. 17, n. 4, 2016.
- GOMES, Matheus da C.; FERREIRA, Rafael R.; MARTINS, Vinícius A. O impacto da OCPC 07 sobre o tamanho e a legibilidade das notas explicativas de companhias brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 2, p. 162, 2018.
- GÜNEY, Taner. Population growth and sustainable development in developed-developing countries: an iv (2sls) approach. **Suleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences**, v. 22, n. 4, p. 637-662, 2017.
- LAMBERT, Richard; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of accounting research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.
- LAMBERT, Richard. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of Finance**, v. 16, n. 1, p. 1-29, 2011.
- LEE, Yen-Jung. The Effect of Quarterly Report Readability on Information Efficiency of Stock Prices. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 4 p. 1.137-1.170, 2012.

- LI, Feng. Annual Report Readability, Current Earnings and Earnings Persistence. **Journal of Accounting & Economics**, v. 45, p. 221-247, 2008.
- LI, Feng. Textual Analysis of Corporate Disclosure: A Survey of the Literature. **Journal of Accounting Literature**, v. 29, p. 143-165, 2010.
- LIM, Edwin KiaYang; CHALMERS, Keryn; HANLON, Dean. The influence of business strategy on annual report readability. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 37, n. 1, p. 65-81, 2018.
- LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.
- LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.
- LO, Kin; RAMOS, Felipe; ROGO, Rafael. Earnings Management and Annual Report Readability. **Journal of Accounting & Economics**, v. 63, p. 1-25, 2017.
- LOUGHRAN, Tim; MCDONALD, Bill. Measuring Readability in Financial Disclosures. **The Journal of Finance**, v. LXIX, n. 4, p. 1.643-1.671, 2014.
- MANSI, Sattar A.; MAXWELL, William F.; MILLER, Darius P. Analyst forecast characteristics and the cost of debt. **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 1, p. 116-142, 2011.
- MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.
- MARTINEZ, Antonio Lopo; SILVA, Renan Ferreira da. Agressividade Fiscal e o Custo de Capital de Terceiros no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 240-251, 2017.
- MAZUMDAR, Sumon C.; SENGUPTA, Partha. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial analysts journal**, v. 61, n. 3, p. 83-95, 2005.
- MONTEIRO, Igor S.; KLOTZLE, Marcelo C.; PINTO, Antônio C. F. O Impacto da Concentração Bancária na Alavancagem das Empresas na América Latina. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 9, n. 1, 2018.
- MOURA, Geovanne D.; MACÊDO, Francisca F.R.R.M.; MAZZIONI, Sady. Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na Bm&fbovespa. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 15, n. 44, p. 9-23, 2016.
- NARDI, Paula C. C.; SILVA, Ricardo L. M.; NAKAO, S. H.; VALLE, Maurício R. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 06-26, 2009.
- PASSOS, Lineker C.; ALMENDRA, Rafael S.; LUCA, Marcia M.M.; VASCONCELOS, Alessandra C. Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas. **Base Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 14, n. 3, p. 169-184, 2017.
- PONTE, Vera Maria Rodrigues; OLIVEIRA, Marcelle Colares. A Prática da Evidenciação de Informações Avançadas e Não Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, n. 36, p. 7-20, 2004.
- SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **Accounting review**, v. 74, n. 4, p. 459-474, 1998.
- SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425- 442, 1964.