

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

VICTORYA MARIA DOS SANTOS GOMES

**A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O RISCO SISTEMÁTICO
NOS PAÍSES EMERGENTES**

VITÓRIA – ES

2023

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O RISCO SISTEMÁTICO NOS
PAÍSES EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Diane Rossi Maximiano Reina

VITÓRIA – ES

2023


VICTORYA MARIA DOS SANTOS GOMES

**A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O RISCO SISTEMÁTICO NOS PAÍSES
EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.


Vitória, **14 de setembro de 2023.**

COMISSÃO EXAMINADORA

Documento assinado digitalmente
 **DIANE ROSSI MAXIMIANO REINA**
Data: 06/10/2023 09:16:02-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof.^a Dr.^a Diane Rossi Maximiano Reina
Presidente da Banca
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof.^a Dr.^a Patrícia Maria Bortolon
Universidade Federal do Espírito Santo

Documento assinado digitalmente
 **ORLEANS SILVA MARTINS**
Data: 11/10/2023 16:02:02-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
PATRICIA MARIA BORTOLON - SIAPE 1818615
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE
Em 09/10/2023 às 09:55

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/813613?tipoArquivo=O>

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

G633q Gomes, Victorya Maria dos Santos, 1997-
A qualidade da informação contábil e o risco sistemático nos países emergentes / Victorya Maria dos Santos Gomes. - 2023.
78 f. : il.

Orientadora: Diane Rossi Maximiano Reina.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.

1. Qualidade da Informação Contábil. 2. Risco Sistemático. 3. Ambiente Informacional. 4. Mercados Emergentes. I. Reina, Diane Rossi Maximiano. II. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

**“[Eu] Pensava que nós seguíamos caminhos já feitos,
mas parece que não os há. O nosso ir faz o caminho.”
C. S. Lewis**

AGRADECIMENTOS

Início esta parte dos agradecimentos com gratidão a Deus, que desde o começo me amparou e fortaleceu ao longo desta jornada de novos conhecimentos e experiências. Como diz a música: “Nos caminhos mais difíceis de viver, nos meus braços te levei.”

Em seguida, expresso minha eterna gratidão aos meus pais, Messias e Virgínia, que sempre me motivaram e me proporcionaram apoio de diversas maneiras para a realização dos meus sonhos. Muito obrigada! Não sei se teria conseguido sem vocês.

À minha orientadora, Prof^a. Dr^a. Diane Rossi Maximiano Reina, agradeço imensamente pela enorme paciência e atenção dedicadas a mim ao longo desses dois anos. Agradeço também a todos os meus colegas de turma, em especial ao meu grupo de Metodologia da Pesquisa em Contabilidade, Vinícius Sales e Yasmin Maiara. A amizade e o companheirismo de vocês dois foram marcantes nas disciplinas, na dissertação e na vida. Formamos um grupo incrível.

Agradeço também a cada um dos professores do programa de mestrado da UFES, especialmente aos membros da minha banca de qualificação e defesa, Prof^a. Dr^a. Patrícia Maria Bortolon e o Prof. Dr. Orleans Silva Martins. Obrigada pela valiosa contribuição. Os apontamentos de vocês fizeram toda a diferença, e cada sugestão será aproveitada para a conclusão desta pesquisa. Agradeço também à Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCON) e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela oportunidade.

RESUMO

Apoiado em um arcabouço sobre a relação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático, a proposta deste estudo é analisar como a interação entre o ambiente informacional do país e a qualidade da informação contábil está associada a sensibilidade das empresas ao risco sistemático em países emergentes. Os dados foram coletados de empresas não financeiras na base de dados *Thomson Reuters Eikon*, sendo a amostra composta por informações de 11.586 empresas, referentes ao período de 2000 a 2021, totalizando 202.193 observações para todo o período. Os dados foram analisados por meio de regressões multivariadas de dados em painel, realizando-se, para determinar o modelo painel a ser utilizado (efeitos fixos, aleatórios ou POLS), testes como de *Breusch-Pagan*, *Chow* e *Hausman*, que indicaram como modelo mais adequado o de dados em painel com efeitos aleatórios. Assim, primeiro buscou-se mensurar o risco sistemático pelo coeficiente Beta e a qualidade da informação contábil por duas métricas: Dechow e Dichev (2002) e Jones Modificado (1991). Posteriormente, procurou-se identificar o ambiente de informação dos países - AIP, formado por meio de um índice, usando a técnica de Análise dos Componentes Principais – ACP. Além disso, o estudo também encontrou evidências de que variáveis que controlam o nível da empresa, como o Endividamento e o índice de *Herfindal*, desempenham um papel importante nesses mercados quando associados à exposição ao risco sistemático. Ao analisar a interação entre o ambiente informacional do país e a qualidade da informação contábil em relação à sensibilidade ao risco sistemático, observamos evidências de uma relação negativa e significativa ao avaliar a qualidade da informação usando o modelo de Dechow e Dichev (2002), bem como uma relação positiva e significativa ao usar o modelo Jones Modificado (1991). A principal contribuição deste estudo reside na demonstração de que a qualidade da informação contábil está associada à sensibilidade das empresas ao risco sistemático em países emergentes. Não podemos afirmar com certeza se fatores como melhores indicadores de governança mundial, em conjunto com a qualidade das informações contábeis nesses países, geram expectativas no mercado que possam aumentar ou diminuir a exposição ao risco sistemático.

Palavras-chave: Qualidade da Informação Contábil. Risco Sistemático. Ambiente Informacional. Mercados Emergentes.

ABSTRACT

Based on a framework on the relationship between the quality of accounting information and systematic risk, the purpose of this study is to analyze how the interaction between the country's information environment and the quality of accounting information is associated with the sensitivity of companies to systematic risk in emerging countries. The data was collected from non-financial companies in the Thomson Reuters Eikon database. The sample consisted of information from 11,586 companies for the period from 2000 to 2021, totaling 202,193 observations for the entire period. The data was analyzed using multivariate panel data regressions. To determine the panel model to be used (fixed, random or POLS effects), tests such as Breusch-Pagan, Chow and Hausman indicated that the panel data model with random effects was the most appropriate. So, first we tried to measure systematic risk using the Beta coefficient and the quality of accounting information using two metrics: Dechow and Dichev (2002) and Modified Jones (1991). Subsequently, an attempt was made to identify the country information environment - CIE, formed by means of an index, using the Principal Component Analysis - PCA technique. The results obtained suggest that the quality of accounting information has an explanatory relationship with the sensitivity of companies to systematic risk in emerging markets. In addition, the study also found evidence that variables that control the level of the company, such as indebtedness and the Herfindal index, play an important role in these markets when associated with exposure to systematic risk. When analyzing the interaction between the country's information environment and the quality of accounting information in relation to sensitivity to systematic risk, we observed evidence of a negative and significant relationship when evaluating the quality of information using the Dechow and Dichev (2002) model, as well as a positive and significant relationship when using the Modified Jones (1991) model. The main contribution of this study lies in demonstrating that the quality of accounting information is associated with the sensitivity of companies to systematic risk in emerging countries. We cannot say with certainty whether factors such as better global governance indicators, together with the quality of accounting information in these countries, generate expectations in the market that may increase or decrease exposure to systematic risk.

Keywords: Quality of accounting information. Systematic Risk. Information Environment. Emerging Markets.

LISTA DE FIGURAS E ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Ilustração 1 - Determinantes da Qualidade da Informação Contábil | 18 |
| Figura 1 - Correlação de Pearson | 47 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 - Composição das empresas da amostra..... | 35 |
| Tabela 2 - Número de Observações (2000 – 2021) | 35 |
| Tabela 3 - Resumo das variáveis de controle | 39 |
| Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis analisadas | 42 |
| Tabela 5 - Autovalor dos Componentes Principais: Índice AIP | 44 |
| Tabela 6 - Estatística descritiva das variáveis analisadas por país | 45 |
| Tabela 7 - Análise de Regressão para testar (H_1) | 49 |
| Tabela 8 - Análise de Regressão para testar (H_2) | 54 |
| Tabela 9 - Análise Adicional sem China e Índia | 59 |
| Tabela 10 - Análise de Regressão com a interação do Ambiente Informacional dos países | 61 |
| Tabela 11 - Regressão do risco sistemático e qualidade da informação contábil ... | 64 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|---------|--|
| ACP | Análise de Componentes Principais |
| AIP | Índice do Ambiente de Informações dos Países |
| CAPM | <i>Capital Asset Pricing Model</i> |
| IFRS | <i>International Financial Reporting Standards</i> |
| MSCI | <i>Morgan Stanley Capital International</i> |
| MSCI EM | <i>Emerging Market Index</i> |
| NYSE | <i>New York Stock Exchange</i> |
| QIC | Qualidade da Informação Contábil |
| WGI | <i>Worldwide Governance Indicators</i> |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1 Introdução | 12 |
| 1.1 Contextualização | 12 |
| 1.2 Problema e objetivo da pesquisa | 15 |
| 1.3 Justificativa e contribuições | 15 |
| 2 Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses | 18 |
| 2.1 Influências do ambiente informacional na qualidade das informações contábeis | 18 |
| <i>2.1.1 Mensuração da Qualidade da Informação Contábil</i> | <i>22</i> |
| 2.2 A exposição das empresas no risco sistemático e as informações contábeis na avaliação dos ativos | 24 |
| 2.3 Desenvolvimento das hipóteses | 28 |
| 3 Procedimentos Metodológicos | 35 |
| 3.1 Descrição da Amostra de Pesquisa | 35 |
| 3.2 Definição das variáveis e Técnica de Análise de Dados | 37 |
| <i>3.2.1 Mensuração do Risco Sistemático</i> | <i>38</i> |
| <i>3.2.2 Mensuração da Qualidade da Informação Contábil</i> | <i>38</i> |
| <i>3.2.3 Variáveis do Ambiente Informacional dos Países</i> | <i>39</i> |
| <i>3.2.4 Variáveis de Controle</i> | <i>40</i> |
| <i>3.2.5 Construção dos modelos</i> | <i>42</i> |
| 3.3 Técnicas de análise de dados | 43 |
| 3.4 Testes Adicionais de Robustez | 43 |
| 4 Análise de Resultados | 44 |
| 4.1 Análise Descritiva das Variáveis do Modelo | 44 |
| 4.2 Análise de correlação de Pearson | 49 |
| 4.3 Análise dos Modelos de Regressão | 51 |
| <i>4.3.1 Resultado da Análise de Regressão</i> | <i>51</i> |
| 5 Considerações Finais | 69 |
| Referências | 71 |

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Entre as várias características dos países emergentes, destacam-se o rápido crescimento e a abertura econômica, agindo como seu principal mecanismo de desenvolvimento no mercado financeiro. Essas características apontadas ganham cada vez mais destaque no cenário mundial (Hoskisson et al., 2000; Wright et al., 2005). No entanto, os países emergentes, além de serem chamados de especulativos, são considerados, também, mais arriscados e voláteis do que os países desenvolvidos (Erb et al., 1996; Burnside et al., 2007). Desse modo, com o objetivo de estudar seu impacto no mercado de capitais, a informação contábil vem sendo utilizada para pesquisas, com base em diversos autores, como, em nível internacional, Beaver (1968), Ball e Brown (1968) e Watts e Zimmerman (1979); e, em nível nacional, Lopes (2002). Nesse sentido, a contabilidade tem sido utilizada para reduzir a assimetria informacional entre os principais investidores (usuários da informação) e os agentes (provedores da informação) em diversos contextos, que sejam relacionados com ou sem negócios.

Segundo Dechow e Schrand (2004), a qualidade da informação contábil depende do contexto, e pode apresentar diferentes significados de acordo com os diversos usuários das demonstrações financeiras. Desse modo, a informação contábil possui diversas propriedades definidoras e qualitativas úteis, apresentando inúmeras características que representam a qualidade da informação contábil, cuja importância pode variar de pessoa para pessoa e de grupo para grupo (Karagül & Özdemir, 2012).

A qualidade da informação contábil está sujeita a diversos fatores, e pode ser influenciada por aspectos regulatórios, como: padrões contábeis de alta qualidade (Barth et al., 2008; Houqe et al., 2012); sistemas jurídicos (Soderstrom & Sun, 2007; La Porta et al., 2008); aplicação ampla e eficaz de normas de auditoria (Houqe et al., 2012); e concentração acionária, alavancagem financeira e desempenho econômico (Gaio, 2010; Isidro & Raoni, 2012; Fathi, 2013). No entanto, mesmo não sendo fácil de ser observada e mensurada (Isidro & Dias, 2017), a qualidade da informação contábil pode ser avaliada com base em atributos (Dechow et al., 2010), tais como: persistência e previsibilidade dos lucros, conservadorismo, suavização dos resultados, *value relevance*, reconhecimentos de perdas assimétricas, nível de *disclosure*, transparência, intensidade dos *accruals* e *accruals* anormais discricionários (Duarte & Lucena, 2018).

Em linha semelhante, Leuz e Wysocki (2016) enfatizam que a qualidade das informações contábeis e a transparência dos relatórios financeiros apresentam associação significativa em relação a fatores institucionais (proteção ao investidor, eficiência social, estado de direito) e a fatores de mercado (custo de capital, desenvolvimento financeiro, investimento estrangeiro, liquidez de mercado, estrutura de propriedade e concentração).

O excesso de itens não divulgados e a falta de transparência nos relatórios contábeis estão associados a problemas com a qualidade das informações contábeis, mesmo quando estas estão de acordo com as normas contábeis vigentes. Nesse sentido, entende-se que a conceituação da qualidade da informação contábil não é complexa, contudo, ela depende, também, dos objetivos de seus usuários (Paulo, 2007; Duarte & Lucena, 2018).

De modo especial, não está claro até que ponto as informações contábeis ou as divulgações da empresa reduzem os riscos não diversificáveis em economias com múltiplos títulos financeiros. Modelos de precificação de ativos, como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e a teoria do portfólio enfatizam a importância de distinguir riscos diversificáveis daqueles que não são (Lambert et al., 2007).

Patton e Verardo (2012), em seu estudo, demonstram que a qualidade das informações contábeis de uma empresa individual afeta as avaliações dos investidores quanto à covariância dos fluxos de caixa da empresa com os do mercado, diferindo, assim, de estudos apontando que a qualidade da informação contábil é, tradicionalmente, vista como pertencente apenas a informações específicas da empresa, que não afetam na sensibilidade ao risco sistemático (Amorim et al., 2012; Xing & Yan, 2019). Trabalhos teóricos recentes (Chen et al., 2017; Latif & Shah, 2021; Rezaei & Heydari, 2021), no entanto, mostram que essa visão está incompleta.

Modelos clássicos de precificação de ativos (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) mostram que a exposição ao risco sistemático representa a sensibilidade dos retornos da empresa às informações de mercado. Portanto, se os relatórios financeiros transmitem apenas informações específicas da empresa, sua qualidade não deve estar relacionada ao risco sistemático. Entretanto, discussões teóricas recentes sugerem que os relatórios financeiros de uma empresa individual contêm informações sobre toda a economia em geral (Xing & Yan, 2019).

Pesquisas recorrentes, passaram, então, a demonstrar evidências sucessivas de que os retornos das ações se referiam a fatores lastreados em características da empresa. Assim, entre os fatores mais presentes na literatura sobre o assunto, inclui-se o tamanho da empresa, *book-to-market* tanto nos Estados Unidos, quanto nos mercados desenvolvidos e emergentes do

globo (Hou et al., 2011). Além desse emprego de características no nível da empresa, a incorporação de variáveis macroeconômicas passou a incluir argumentos acerca do tema.

Bhattacharya et al. (2003) apontam que as diferenças existentes nos mercados de ações entre os países são diversificadas diante das características de cada um, podendo se citar a infraestrutura econômica, política e legal. Ainda de acordo com Bhattacharya et al. (2003), tais fenômenos exercem influência sobre o mercado de capitais quanto à forma como os números contábeis são utilizados e interpretados. Takamatsu (2015) afirma, de modo específico, que as individualidades de cada país e de seu respectivo mercado de capitais criam diferenças no conteúdo e na tempestividade das demonstrações contábeis. Mencionado de outra maneira, é como ocorre nas questões de ordem legal, política e do ambiente contábil, que influenciam nesse meio e demonstram qual seu potencial para interferir na avaliação de ativos. Foster et al. (2012) destacam que a literatura prévia é completa em descrever que as variáveis específicas do país são responsáveis por delimitar as variações entre países.

Esses fatores influenciam de forma significativa na análise e utilização dos dados contábeis pelos participantes desses mercados (Bhattacharya et al., 2003). Logo, o ambiente informacional dos países influencia as informações contábeis, objeto de muitas interações de elementos, como os padrões contábeis, o *enforcement* das empresas e os mecanismos de governança (Bhattacharya et al., 2003; Takamatsu & Fávero, 2017).

Core et al. (2015) encontraram indicativos de que empresas com relatórios mais objetivos e transparentes apresentam menor sensibilidade ao risco sistemático. O resultado da pesquisa de Moeinadin et al. (2014), analisando dados de empresas listadas na bolsa de Teerã, sugere relação estatística positiva entre as informações contábeis em relação ao risco sistemático. Xing e Yan (2019), ao examinarem dados de empresas americanas, concluíram que há associação significativa entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático nas empresas. Esses estudos apontados demonstram a diversidade de países onde foram realizadas pesquisas relacionadas à informação contábil e ao risco de mercado.

Em prosseguimento, Babenko et al. (2016) expõem uma estrutura dinâmica de precificação de ativos em que o beta condicional, com relação a qualquer fonte de risco precificada, depende do histórico de choques de fluxo de caixa específicos da empresa. Os mesmos autores, ainda, ilustram o impacto de choques específicos do risco sistemático nas empresas, usando uma empresa com duas divisões, em que o lucro da primeira divisão depende, exclusivamente, de choques idiossincráticos de lucratividade, e o lucro da segunda divisão é impulsionado apenas por choques sistemáticos. A empresa, desse modo, é vista como um portfólio de um ativo beta zero e um ativo de risco.

Em resumo, várias teorias desenvolvidas recentemente identificam diversos mecanismos, por meio dos quais a qualidade da informação contábil, pela exposição da empresa ao ambiente, pode afetar o risco sistemático. Coletivamente, esses mecanismos apontam para uma relação negativa em nível país entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático (Xing & Yan, 2019).

1.2 Problema e objetivo da pesquisa

Nesse contexto, o presente estudo visa responder à seguinte pergunta: Qual associação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático nos diferentes ambientes informacionais dos países emergentes?

Visando responder tal questionamento, definiu-se como objetivo geral do estudo analisar como a interação entre o ambiente informacional do país e a qualidade da informação contábil está associada a sensibilidade ao risco sistemático das empresas sediadas em países emergentes. Para tanto, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- i) Investigar se o ambiente informacional e as características específicas dos países emergentes influenciam na associação entre a qualidade da informação contábil e a exposição das empresas ao risco sistemático.
- ii) Examinar a relação entre a qualidade da informação contábil e a exposição das empresas ao risco sistemático, investigando como a qualidade da informação contábil está relacionada aos fatores de risco sistemáticos existentes (isto é, betas da empresa).
- iii) Analisar como os níveis de qualidade da informação contábil se diferenciam nos países emergentes.

1.3 Justificativa e contribuições

Uma busca na literatura permitiu identificar diversos estudos que analisaram os determinantes da qualidade da informação contábil e seus efeitos no mercado de capitais (Mazzioni et al., 2016; Duarte & Lucena, 2018; Jacoby et al., 2019; Xing & Yan, 2019; Latif & Shah, 2021), e no risco sistemático (Amorim et al., 2012; Almendra et al., 2018; Silva & Machado, 2019; Xing & Yan, 2019). Outras pesquisas também foram identificadas, envolvendo diversos fatores e seus respectivos efeitos na qualidade da informação contábil e

sua relação com os retornos ou risco sistemático (Lambert et al., 2007; Patton & Verardo, 2012; Kanakriyah, 2016).

No cenário nacional, mesmo com a limitação de poucos estudos na área, há achados demonstrando que o grau de intangibilidade das empresas brasileiras não afeta o risco sistemático das empresas, sejam de tecnologia ou não (Belli et al., 2017). Das dimensões qualitativas da informação contábil, os *accruals* anormais e o *value relevance* mostram-se como as melhores representações da má precificação das ações (Duarte & Lucena, 2018). Constata-se, ainda, que o aumento na exposição do ativo ao risco sistemático direciona a divulgação de mais notícias, capazes de influenciar, de algum modo, o beta da ação (Silva & Machado, 2019).

Ball (2001) afirma que o papel das demonstrações financeiras no mercado de capitais se modifica de acordo com a força da infraestrutura legal e econômica. Kang et al. (2015) demonstram que a extensão com que os números divulgados são maiores em nações onde as demonstrações financeiras são mais seguras com relação à percepção dos usuários da informação contábil. Assim, *a priori*, a associação entre as medidas de qualidade da informação contábil e as variáveis de mercado se altera entre os países.

Nessa perspectiva, para o presente estudo, determinou-se um modelo com uma janela longa de retornos diante das ações no nível vigente e nas mudanças nas variáveis contábeis. Com esse método, procurou-se evidenciar quais aspectos do mercado de capitais, como padrões contábeis e práticas de evidenciação, têm consequência ativa para gerar diferenças na finalidade das demonstrações contábeis. Nesse contexto, compreende-se que os mercados emergentes são mais suscetíveis no que concerne à assimetria informacional, diante de um ambiente onde os investidores ficam expostos ou é falha a sua proteção. Um contexto assim é provável, visto que os relatórios financeiros em mercados emergentes são sujeitos a maiores manipulações perante um baixo *enforcement* legal. Logo, em comparação a mercados mais desenvolvidos, os investidores encontram menos sustentação em informações divulgadas pela firma (Fatma & Abdelwahed, 2010).

Por essa razão, diante das especificidades exibidas sobre os mercados emergentes, pode-se afirmar que resultados observados em mercados considerados como desenvolvidos podem não se aplicar a este grupo de países. Esta pesquisa, portanto, visa contribuir em algumas frentes: primeiro, posicionando seu alvo para os mercados emergentes e para a importância do papel da qualidade da informação contábil em compreender a variação da exposição ao risco sistemático no mercado de ações. E, adicionalmente, auxiliando no entendimento de como as características específicas dos países interferem nessa relação.

Nesse sentido, aborda-se, ainda, uma lacuna verificada na literatura, investigando como o ambiente informacional do país está relacionado com a qualidade da informação contábil e o risco sistemático. Em particular, é investigada a complementaridade e substitutibilidade de características de nível de país na qualidade da informação contábil, ao usar uma amostra abrangente de empresas em mercados emergentes, nos quais os problemas decorrentes da métrica utilizada para calcular a assimetria de informação podem ser mais difundidos do que aqueles que ocorrem em mercados desenvolvidos.

Sendo assim, esta pesquisa refere-se a múltiplas linhas de pesquisa que examinam a associação entre a qualidade da informação contábil (Jacoby et al., 2019; Xing & Yan, 2019; Latif & Shah, 2021); o ambiente informacional e a qualidade contábil (Dechow et al., 2010); as características específicas de países e a sensibilidade ao risco sistemático (Amorim et al., 2012; Kanakriyah, 2016; Almendra et al., 2018). Nenhuma dessas pesquisas apontadas investiga a associação da qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco de mercado em países emergentes. Esta pesquisa, portanto, considera oportuno, para ampliar os estudos anteriores, verificar a associação nos países emergentes, fornecendo resultados empíricos acerca da influência de diferentes fatores dos ambientes informacionais dos países.

Adicionando esse tópico na literatura, neste estudo, são abordadas questões no contexto dos mercados emergentes, examinando como a associação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático varia de acordo com a qualidade do ambiente de informação (nível do país). Para os propósitos desta pesquisa, o ambiente da informação refere-se ao país, em nível de instituições que afetam direta ou indiretamente a coleta, o processamento e a disseminação de informações dentro de determinado país. Desse modo, esta pesquisa, por meio da abordagem estatística de dados em painel, visa preencher essa lacuna na literatura, examinando os indicadores econômico-financeiros que possibilitam identificar os impactos que a qualidade da governança dos países emergentes pode estabelecer entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade das empresas ao risco sistemático.

Posto isso, este estudo também tem por intuito verificar se a relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático possui resultado negativo, corroborando com o estudo de Xing e Yan (2019), visto que esse resultado traz implicações para várias áreas de interesse da contabilidade, tais como as decisões que envolvem o *disclosure*, as estratégias de *hedging* e os preços de ativos. Além disso, pretende-se, ainda, avançar nos estudos ao abordar variáveis de nível país e seu efeito na relação qualidade e risco de mercado de firmas de países emergentes.

Resumindo, com esta pesquisa, pretende-se contribuir com a área temática, levando em conta, principalmente, a escassez de estudos sobre a relação da qualidade da informação contábil com a sensibilidade ao risco de mercado em países emergentes. Assim, busca-se colaborar para a melhor compreensão do tema, além de se pretender que os resultados construam informações relevantes, que contribuam com órgãos reguladores, preparadores, auditores e usuários das informações financeiras. Agregado a essas pretensões, objetiva-se, também: elucidar os efeitos da alteração no contexto em que se encontra a qualidade da informação contábil; propiciar uma evolução nos estudos sobre mercado financeiro com as informações contábeis; e, principalmente, contribuir com o desenvolvimento de pesquisas futuras, nos seguintes termos:

1. Fornecendo novos *insights* sobre os mecanismos pelos quais a qualidade da informação contábil relaciona-se ao custo de capital;
2. Relacionando um número crescente de estudos empíricos, que investigam o impacto de eventos específicos do nível empresa sobre o risco sistemático, cujos documentos demonstraram que esse risco varia de acordo com eventos específicos da empresa, como anúncios de lucros (Patton & Verardo, 2012), recompra de ações (Denis & Kadlec, 1994), desdobramentos de ações (Green & Hwang, 2009) e usos de derivados (Bartram et al., 2011); e
3. Acrescentando reflexões a essa linha de pesquisa, ao focar um aspecto importante de um evento importante e regular, específico da empresa, ou seja, a qualidade dos relatórios financeiros da empresa.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Influências do ambiente informacional na qualidade das informações contábeis

A assimetria de informação foi desenvolvida por Akerlof (1970), em seu estudo sobre o *Market for “Lemons”*, explicando-a, no mercado de carros usados dos EUA, da seguinte forma: a partir do momento em que o proprietário conhece as condições do veículo que pretende vender, e o comprador as desconhece, ocorre uma assimetria no processo de compra e venda de um carro usado. Assim, diante desse desequilíbrio de informações, e desconhecendo o estado do veículo, o comprador obterá um preço abaixo do valor do carro e, sendo o veículo de qualidade, o proprietário não o venderá, porque fechará um negócio desfavorável (perdas relacionadas ao valor justo dos carros).

Jensen e Meckling (1976), por sua vez, abordam o surgimento de conflitos de interesse entre os participantes da empresa, a partir da separação da propriedade e da gestão da empresa. Em mercados emergentes, esses conflitos de interesse ou agenciamento podem surgir entre proprietários-administradores e acionistas externos, conforme concluem Coutinho et al. (2006), ao observarem que tais conflitos afetam diretamente as decisões de investimento e financiamento.

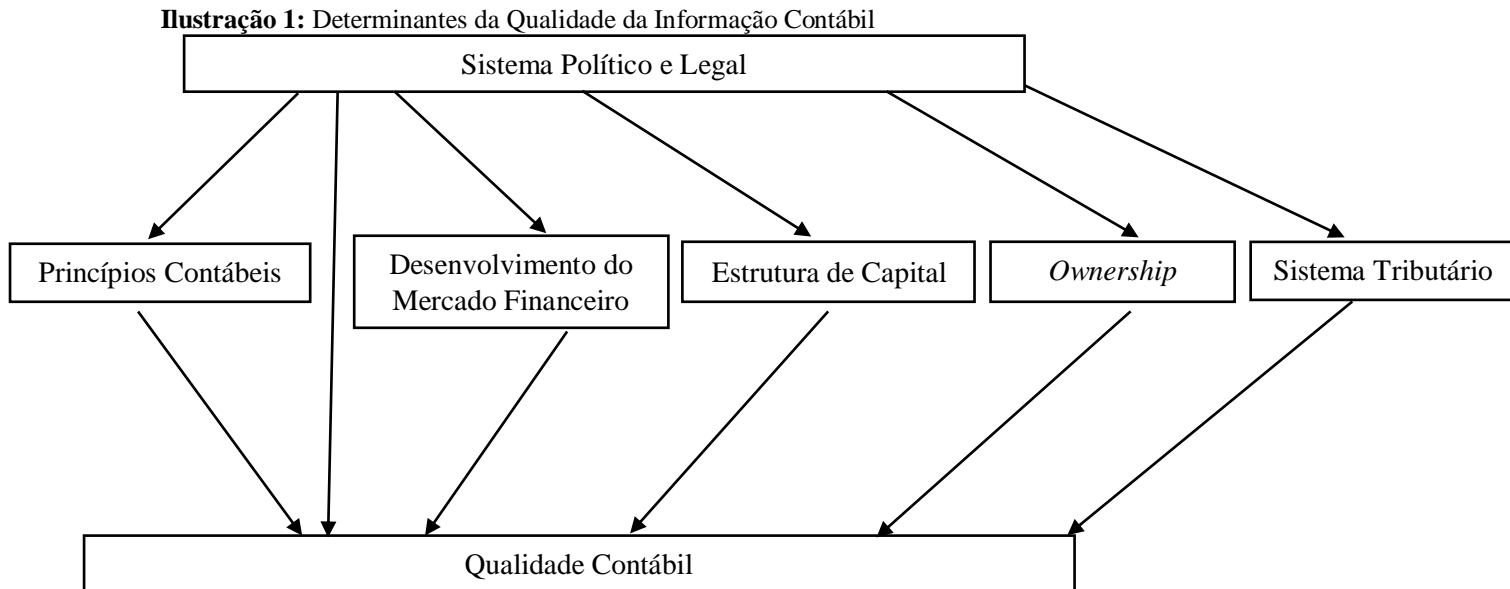
Dessa forma, segundo exemplifica Oliveira et al. (2013), o papel da contabilidade é gerar informações que possam explicar fenômenos patrimoniais, construir modelos, realizar análises, controlar e muito mais. Ou seja, a qualidade da informação contábil é um atributo desejável em um ambiente econômico, mas é reduzido pela assimetria informacional, a qual reduz o conteúdo informacional que, comprovadamente, capacita os agentes a tomarem decisões de investimento (Duarte & Lucena, 2018).

Embora a dificuldade de se distinguir ativos de boa qualidade de ativos de má qualidade seja generalizada, as diferenças no grau de qualidade das informações no nível da empresa e no ambiente de informações no nível do país podem ser de primeira importância para a tomada de decisões no investimento internacional (Bharath et al., 2009; Mohamed & Schwienbacher, 2016). Isso deve ser verdadeiro especialmente em países emergentes, cujos ambientes de informação são tipicamente menos desenvolvidos.

Estudos anteriores mostram que a contabilidade pode desempenhar um papel importante na redução da assimetria de informação e na melhoria da proteção do investidor (Bushman & Smith, 2001; Easley & O'Hara, 2004; Louis & Robinson, 2005). No entanto, pouco se sabe sobre como as características, em nível do país, moderam a relação entre variáveis de nível da empresa e qualidade contábil. Além disso, há poucas pesquisas sobre essas relações no contexto dos países emergentes. E, apesar do crescimento substancial dos mercados de ações emergentes nas últimas décadas, pouca atenção tem sido dada ao exame do ambiente das informações (Martins & Barros, 2020).

A definição da qualidade da informação contábil pode ser simplificada na medida em que os valores reportados representam, de forma confiável, a realidade econômica da empresa, e os resultados que apresentam respeitam os princípios fundamentais da contabilidade (Chen et al., 2010). Assim, a qualidade da informação pode ser afetada por diversos fatores, como a regulamentação, o sistema legal do país (e sua eficiência nos negócios e mercados), o impacto do sistema tributário entre outros (La Porta et al., 1998; Barth et al., 2008; Houque et al., 2012).

Na Ilustração 1, são apresentados, de forma estruturada, os determinantes da qualidade da informação contábil, expondo que os Princípios Contábeis, o Sistema Político e Legal, e os incentivos (Desenvolvimento do Mercado Financeiro, Estrutura de Capital, *Ownership* e Sistema Tributário) afetam a qualidade contábil.



Fonte: Adaptada de Soderstrom e Sun (2007)

La Porta et al. (2000) enfatizam que instituições normativas específicas podem ajudar a resolver conflitos de interesse, ou seja, a legislação poderia dar aos investidores o poder de protegê-los. Para minimizar os danos causados por esses conflitos, é necessário também que haja um conjunto de mecanismos internos e externos, destinados a enfatizar o relacionamento justo entre credores, pequenos e médios acionistas, controladores e administradores, com o objetivo de maximizar o valor da empresa e o retorno aos acionistas.

Esse conjunto de mecanismos de incentivo e controle recebe o nome de governança, a qual é manifestada como um conjunto de práticas, que visam, entre outras coisas, minimizar esses problemas de informação, tendo em vista que o mercado também exige mais informações, de forma mais transparente, tempestiva e imparcial.

A governança, enfim, consiste nas tradições e instituições pelas quais é exercida a autoridade em um país. Isso inclui: o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos; a capacidade do governo de formular e implementar efetivamente políticas sólidas; e o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que regem as interações econômicas e sociais entre eles (Índice de Governança Mundial [WGI], 2023).

Fatores específicos do ambiente informacional dos países podem influenciar a relevância das informações divulgadas pelas empresas, como normas contábeis, riscos, governança e fiscalização das instituições (Duarte et al., 2017; Miranda et al., 2021; Peixoto & Martins, 2021). Essas características afetam a percepção do usuário sobre as informações e, conseqüentemente, os preços das ações. Além disso, as incertezas no ambiente informacional dos países também podem afetar a qualidade das informações contábeis (Goodman et al., 2013). Isso é reforçado para os mercados emergentes, pois a qualidade da informação contábil tende a estar fortemente associada às características dos ambientes de cada país. Xing e Yan (2019) afirmam, entretanto, que o risco sistemático, relacionado com a qualidade da informação contábil, pode influenciar diferentes escolhas contábeis das empresas, bem como as questões do ambiente de informações dos países.

Os países emergentes são caracterizados por mercados que parecem estar caminhando para o desenvolvimento, e que possuem alguma liquidez nos mercados de dívida e ações, bem como órgãos reguladores, mas ainda não possuem um grau de eficiência, proteção legal e ambiente de qualidade de informação como países desenvolvidos (La Porta et al., 1997, 1998). Os mercados emergentes passaram por extensas transformações nas últimas décadas, tanto em direitos de propriedade como em relações comerciais e governança corporativa, embora seja possível observar o desenvolvimento tardio no grau de *disclosure* em países, como China e Rússia (McCarthy & Puffer, 2008).

Apesar disso, é possível observar um crescimento substancial nesses mercados, sem a atenção equivalente para analisar o desenvolvimento de tais ambientes informacionais (Ghysels et al., 2016). Nesse sentido, como esses mercados são conhecidos pela baixa proteção ao investidor, além de relatórios financeiros sujeitos a maior manipulação devido a um menor *enforcement* (Fatma & Abdelwahed, 2010; Takamatsu & Fávero, 2017), verifica-se uma demanda natural dos investidores por informações divulgadas pelas empresas, com uma maior eficiência na qualidade contábil. Por haver pouca evidência empírica que aborde esse problema em países emergentes (Khoufi, 2020; Martins & Barros, 2021; Rezaei & Heydari, 2021), neste estudo, analisa-se a qualidade da informação contábil e a sensibilidade do risco sistemático em países emergentes.

A caracterização do ambiente informacional diz respeito a mudanças nos níveis de informações assimétricas e no conteúdo informacional dos relatórios financeiros, ora reportado pelas empresas ao mercado, bem como à elaboração e à disponibilização de informações executadas pelos analistas de mercado (Armstrong et al., 2012; Braga, 2016). Dessa forma, o ambiente informacional relaciona-se tanto à qualidade quanto à quantidade de

informações reportadas pelas firmas e por intermediadores de informações (Armstrong et al., 2012).

Soderstrom e Sun (2007) demonstraram que a qualidade da informação contábil é função do ambiente informacional do país, e, inclusive, do sistema legal e político do país no qual a firma está inserida. Desse modo, analisando as firmas da União Europeia, os autores encontraram evidências de impacto na qualidade das informações contábeis após à *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Nesse sentido, ainda, após um levantamento dos periódicos fundamentais da área de contabilidade em nível internacional, Lourenço e Branco (2015) relatam que, em geral, após a adoção das IFRS, os países evidenciaram um efeito positivo na qualidade da informação contábil. Entretanto, os mesmos autores apontam que as características dos países, tais como o nível de *enforcement* e fatores específicos das firmas, também influenciam a qualidade dos relatórios.

Bozec e Bozec (2012) elaboraram uma extensiva revisão dos principais estudos e investigaram que há uma relação entre esses índices de governança no nível do país e o desempenho, ou valor das empresas. A maior parte dos resultados encontrados indicam para uma relação positiva entre essas variáveis, nos países da Europa e em mercados emergentes, apontando, assim, que melhores índices de governança global apresentariam impacto significativo no desempenho das empresas. Sendo assim, enfatiza-se que a presente pesquisa tem como intuito verificar aspectos do ambiente informacional dos países, considerando, para isso, o Índice de Governança Mundial – WGI, para representar uma medida utilizada como ambiente informacional dos países, mais bem explicada, nos procedimentos metodológicos deste estudo.

2.1.1 Mensuração da Qualidade da Informação Contábil

Conforme Dechow et al. (2010), não é possível chegar-se a uma definição única de qualidade da informação contábil, visto que a “qualidade” está ligada diretamente ao contexto da decisão. Assim, este conceito é demonstrado como a junção de inúmeros atributos, tais como persistência, conservadorismo, gerenciamento de resultados, entre outros, permitindo apresentar uma abordagem mais ampla. Em linha com o posicionamento anterior, Paulo et al. (2012, p. 4) destacam que a qualidade das informações contábeis é impactada, intimamente, pelo “sistema de governança, auditoria, regulação contábil e sistema de normas, *enforcement*, tributação, relações jurídicas dos contratos, fornecedores de recursos etc.”

Devido justamente às variáveis utilizadas para medir a qualidade dos dados e fatores, que podem afetar a relevância dos números divulgados, as informações contidas nas demonstrações financeiras estão sujeitas a alterações. Os interessados em monitorar o desempenho da empresa fazem parte da gestão e, principalmente, possuem informações contábeis de alta qualidade para minimizar a assimetria informacional existente em seu relacionamento com os investidores. Sabendo que pode haver distorções nos números publicados, recomenda-se implementar boas práticas de governança e uma abordagem sistemática dos controles internos corporativos, que confirmam confiabilidade às demonstrações elaboradas e apresentadas (Nascimento & Reginato, 2008).

A qualidade da informação contábil tem sido amplamente estudada, tanto no Brasil quanto no exterior. No nível internacional, Dechow e Dichev (2002) propuseram um método para analisar a qualidade dos *accruals* e lucros, baseando-se no fato de que os *accruals* mudam ou se ajustam ao longo do tempo para reconhecer o fluxo de caixa, de modo que os números ajustados, como lucros, representem uma medida mais precisa do desempenho de uma empresa.

Sobre as características da qualidade da informação contábil, segundo Dechow et al. (2010), três merecem destaque: a primeira está condicionada às decisões relevantes da informação, em que o termo *earnings quality* sozinho não confere sentido; a segunda atribui que a qualidade dos lucros reportados está relacionada com a capacidade de compreender o desempenho financeiro de uma empresa; e, a terceira remonta que a qualidade da informação contábil é determinada em conjunto com o desempenho financeiro implícito na decisão e a capacidade do sistema contábil de medir o desempenho.

Beyer et al. (2010) enfatizam duas propriedades relevantes das informações contábeis do mercado de capitais: a primeira envolve a possibilidade de avaliar os potenciais retornos das oportunidades de investimento; e a segunda atribui que as informações contábeis forneçam aos investidores e credores evidências de como os recursos disponíveis da empresa estão sendo utilizados.

Acredita-se que os resultados apresentados nas demonstrações financeiras sejam os principais indicadores utilizados pelos agentes econômicos externos à empresa, para avaliar o desempenho dessa mesma empresa. Logo, pode-se inferir quão útil é compreender os fatores que compõem os resultados contábeis (fluxos de caixa e *accruals*) e como cada um desses fatores reage, quando diferentes fatores institucionais e organizacionais estão presentes (Paulo, 2007). Portanto, fornecendo informações contábeis de alta qualidade, além de reduzir o custo de capital (Leuz & Verrecchia, 2000), pode-se reduzir também a assimetria

informativa entre empresas e investidores, e melhorar a eficiência da aplicação dos recursos (Biddle & Hilary, 2006).

O trabalho de Perotti e Wagenhofer (2014) buscou *proxies* de qualidade da informação contábil na literatura, já que eles não podem ser observados diretamente, tendo constatado que a maioria deles é, intuitivamente, baseada na noção esperada de um sistema de contabilidade.

Para Lopes e Martins (2005, p.72), “o conteúdo informativo da contabilidade existe nos *accruals*”, levando à perspectiva de se analisar a qualidade da informação contábil no mercado de capitais. Isso ocorre devido à natureza dos *accruals*, que podem aumentar ou diminuir a assimetria de informações entre empresa e mercado.

Neste estudo, para fins de mensuração, a qualidade da informação contábil foi mensurada através de duas medidas, da mesma forma que na pesquisa de Xing e Yan (2019). A primeira se trata do *accrual* discricionário, o qual toma por base a proposta de Dechow e Dichev (2002), que analisa a relação entre *accruals* e fluxos de caixa e determina o resíduo do modelo como uma *proxy* de gerenciamento. Para a segunda medida, utilizou-se o modelo de Jones modificado (1991), também utilizado como *proxy* de gerenciamento.

2.2 A exposição das empresas ao risco sistemático e as informações contábeis na avaliação dos ativos

Com a crescente complexidade das operações empresariais, acentuou-se o interesse dos *stakeholders*, que se tornaram mais exigentes, obrigando os órgãos normativos contábeis a reconsiderar uma série de requisitos que devem ser atendidos nos relatórios financeiros (Moumen et al., 2015).

Esses relatórios devem conter as informações exigidas pelas partes interessadas, especialmente em relação ao risco, definido como representante da probabilidade de um perigo, dano, ameaça ou exposição a eventos adversos, que possam afetar as instituições ou que, provavelmente, trarão impacto no futuro (Linsley & Shrivies, 2006), exceto em relação aos retornos esperados nas decisões de investimento (Ross et al., 2013).

A questão central da pesquisa de Patton e Verardo (2012) reflete sobre se as informações específicas do ambiente da empresa afetam o risco de mercado de uma ação. Desse modo, os relatórios financeiros de uma empresa individual fornecem informações valiosas não apenas sobre as perspectivas dos relatórios da companhia, mas também sobre as de seus pares e, mais geralmente, de toda a economia; ou seja, os investidores podem usar as informações de uma determinada empresa para revisar suas expectativas sobre a lucratividade das empresas (Patton & Verardo, 2012). Esse processo de aprendizagem entre as empresas

altera a covariância dos retornos de uma empresa individual com os do mercado, alterando, desse modo, o beta de mercado da empresa. Como, sem dúvida, a qualidade das informações contábeis desempenha um papel crítico na revisão dos investidores sobre as informações de mercado, ela deve ser importante para no que tange as empresas quanto a sensibilidade ao risco sistemático.

Com base na pesquisa de Lambert et al. (2007), Core et al. (2015) afirmam que, ao colocar uma alta qualidade de divulgação para empresas individuais, desperta-se uma possibilidade de diminuição da exposição ao risco sistemático. Este efeito ocorre, porque uma alta divulgação de qualidade reduz o parâmetro de incerteza da estimativa de retornos esperados.

Desse modo, o risco está relacionado com a possibilidade de que alguns eventos desfavoráveis possam vir a ocorrer. No entanto, quando o termo risco se refere a um investimento, ele pode estar relacionado à probabilidade de que o retorno real seja inferior ao retorno esperado (Nakamura & Matias Filho, 2006; Amorim et al., 2012).

Uma das medidas de risco mais conceituada no mercado é o coeficiente beta (β_M) proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), como componente do modelo de precificação *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Nesse modelo, desenvolvido com base na teoria de portfólio de Markowitz (1952), β_M é uma medida de risco relativo. Segundo Brealey e Myers (2003, p.206), β_M descreve o risco de um ativo como “uma medida da contribuição de um único ativo para o risco de um ativo já diversificado, pertencente a uma carteira de investimentos” ou “sua sensibilidade aos movimentos do mercado”. Portanto, o coeficiente β_M reflete o risco sistemático enfrentado pelo ativo. Em relação à parcela de risco que é idiossincrática ou não sistemática, ela pode ser diversificada no *portfólio* adequadamente constituído.

Não obstante a consideração do retorno esperado e sua variância representem um avanço na compreensão do risco, ainda não solucionava o problema da análise do risco de um único ativo. Desta maneira, posteriormente, Markowitz, juntamente com Willian Sharpe, iniciou os estudos que analisavam a variação de cada ativo individualmente em relação à variação do mercado como um todo.

O parâmetro fundamental do modelo do CAPM é o coeficiente beta, o qual manifesta na exposição das empresas ao risco sistemático de um ativo pelo seu coeficiente beta, Assaf Neto (2012). O beta exterioriza uma medida de volatilidade dos retornos das ações em relação ao mercado. Essa volatilidade é compreendida como medida da sensibilidade das empresas ao risco sistemático.

Por isso, em finanças, o CAPM é utilizado para indicar a rentabilidade esperada (teórica) relacionada a um ativo. Se esse ativo pertencer a uma carteira diversificada, apresenta informação a respeito do risco não diversificável (também conhecido por de mercado ou sistemático). O modelo leva em consideração a sensibilidade do ativo em relação à rentabilidade da carteira de mercado, que quantificado em termos financeiros é conhecido por beta, bem como a rentabilidade esperada da carteira de mercado e o valor teórico de determinado ativo sem risco.

Por outro lado, o risco de mercado, por sua vez, não pode ser diversificado. Muito embora seja possível a proteção do risco de mercado através da utilização de instrumentos de derivados, não é possível eliminá-lo simplesmente investindo em mais empresas (O'Byrn & Young, 2003). A investigação das fontes que dão origem ao risco sistemático, melhores formas de o medir e minimizar a exposição das empresas ao risco de mercado, torna-se essencial para o investidor. Possibilitando-lhe verificar e gerir a sensibilidade das empresas ao risco de mercado de uma determinada carteira de investimentos. No modelo CAPM, este risco sistemático é conhecido como beta mensurando a volatilidade da rentabilidade da ação de uma empresa em relação à rentabilidade do mercado de ações.

O Beta, em sua abordagem seminal apresentada por Sharpe (1964) junto ao modelo CAPM, constitui-se em uma estimativa padronizada da exposição das empresas quanto ao risco sistemático, elaborado com base nos retornos obtidos em um mercado de capital. Tal mercado deve demonstrar, portanto, nível de liquidez razoável para que o cálculo com base nesta abordagem seja realizável. A estimativa do beta de mercado, conforme Iudícibus e Lopes (2008), torna-se complexo em situações onde o mercado de ações não é representativo da economia do país, assim como em situações em que empresas não possuem valores mobiliários negociados em bolsa, especificamente Sociedades Anônimas de capital fechado e Empresas de Responsabilidade Limitada.

Uma forma de considerar a mensuração da evidenciação do risco sistemático em mercados emergentes da mesma forma que em mercados desenvolvidos é encontrada no estudo de Harvey's (1995), que estudou o retorno do mercado emergente, sugerindo a existência de relação entre os retornos esperados e os betas mensurados, respeitando o *portfólio* de mercado. Desse modo, confirma-se que o ambiente informacional dos países faz um melhor trabalho em explicar a variação *cross-sectional* dos retornos esperados (Erb et al., 1996).

Se o risco total é a soma do risco sistemático (não diversificável) e do risco não sistemático (diversificável), e se os participantes do mercado, efetivamente, diversificam suas

carteiras, ou seja, eliminam o risco diversificável, então, o único componente para analisar o risco total é o risco sistemático. Por outro lado, se o mercado está em equilíbrio na relação risco-retorno, a dinâmica do retorno é unidimensional, e, então, o risco sistemático do ativo será suficiente para quantificar o retorno exigido (Perlin & Ceretta, 2004). O ponto básico do modelo é que o ativo se comporta de acordo com o movimento do mercado (mercados em alta e em queda). Ao distinguir os ativos com base nas movimentações do mercado, os retornos exigidos podem ser quantificados em função do risco sistemático (não diversificável) (Amorim et al., 2012).

À medida que o mercado antecipa o futuro, a segmentação dos fluxos de caixa esperados significa que o mercado pré-carrega as informações contábeis esperadas nos preços das ações. Esses preços só serão alterados se algo inesperado acontecer no momento da divulgação, pois informações novas e inesperadas serão divulgadas no mercado (Cunha & Lustosa, 2007). As mudanças nos lucros contábeis têm conteúdo informativo apenas na medida em que podem prever a ocorrência de fluxos de caixa inesperados.

Considerando a premissa de os investidores serem racionais e buscarem as melhores opções de investimento, verifica-se uma diversificação em seus investimentos para evitar os riscos individuais (inerentes ao patrimônio das empresas/ativos individuais), exigindo apenas retornos adicionais para o risco sistemático. Dessa forma, o risco sistemático deve ser mensurado de modo a auxiliar a busca desse prêmio de risco adicional (Amorim, 2010).

Na maioria dos casos, o risco é representado por uma medida estatística de desvio padrão ou variância, que representa a média esperada, a qual, por sua vez, representa o comportamento observado e a dispersão da variável em relação à média (Assaf Neto, 2005).

Brealey e Myers (2003) afirmam que a variância da rentabilidade dos ativos de mercado é o valor esperado do quadrado do desvio, associado à rentabilidade esperada, dada pela seguinte equação:

$$\sigma^2 = \sqrt{\sum_{k=1}^n \frac{1}{n} (R_k - R_\mu)^2}$$

onde: R_k é o retorno efetivo e R_μ é o retorno esperado.

Para carteiras, a variância é representada pela média das diferenças quadradas. O risco medido pelo desvio padrão é simplesmente a raiz quadrada da variância:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Portanto, a mensuração do risco deve levar em consideração tanto a média quanto o desvio padrão da distribuição.

2.3 Desenvolvimento das hipóteses

A necessidade humana de registrar, processar, analisar e relatar dados financeiros levou ao surgimento da Contabilidade. Sendo assim, uma vez que ela está em curso no cotidiano do ser humano, as mudanças no meio ambiente também a afetam. Essas mudanças, que podem ser sociais, políticas, econômicas e financeiras, ampliam o alcance dos objetivos contábeis. Em outras palavras, os objetivos e os métodos contábeis vão sendo adaptados às mudanças nas condições ambientais, e desenvolvidos para atender às necessidades de informação. Portanto, confirma-se que a contabilidade desempenha um papel significativo no sistema econômico (Gibbs, 1973).

Por outro lado, investir é um processo essencial para o crescimento econômico, e a informação contábil é um dos fatores mais importantes que afetam um bom investimento, pois é a fonte de informação mais significativa para os investidores (Chenhall, 2005). As informações derivadas do sistema contábil auxiliam os investidores a avaliarem o desempenho futuro da empresa e seu risco associado, ressaltando quão úteis são tais informações para a avaliação da empresa. O papel da informação contábil é fundamental por causa, justamente, dos impactos que ela representa ao final, no preço do ativo (Waymond & Housel, 1987).

Por essa razão, avaliar se a qualidade da informação contábil se relaciona com o custo de capital constitui um tema em crescimento na literatura em Contabilidade, Economia e Finanças. Pesquisadores da área começaram a estudar o crescimento e o tamanho dos ativos, a liquidez, a alavancagem financeira, o pagamento de dividendos, o beta contábil e a variação nos lucros em relação a exposição ao risco sistemático (Beaver et al., 1970). Perante a importância da relação risco e retorno e seus efeitos sobre a economia, modelos de apreçamento de ativos foram elaborados com o intuito de viabilizar as explicações sobre o comportamento de investidores em posições de risco, visto que é trivial o discurso de que indivíduos somente aplicarão recursos em ativos de risco se o retorno esperado recompensar o risco (Ross, Westfield & Jaffe, 2009). Um modelo de apreçamento de ativos é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), apresentado por Sharpe (1964) e ainda é bastante usado em análises financeiras (Damodaran, 2002). Um dos componentes que constitui o CAPM é

aquele capaz de medir o risco de um ativo a partir da série de seus retornos individuais e retornos do mercado. Este indicador é denominado beta (β) e forma uma métrica capaz de representar o risco de um ativo tornando-o comparável a outros.

Verifica-se, na literatura de finanças, modelos variados, que podem ser utilizados para estimar a sensibilidade das empresas quanto a exposição ao risco sistemático, mas que não garantem que os cálculos efetuados e estimados serão coerentes com os resultados reais no mercado financeiro. Desse modo, o CAPM e as informações contábilidade são elementos essenciais para a formação do valor de uma empresa, além disso, com as informações advindas da contabilidade possibilita-se a contribuição do cálculo do CAPM, de modo a influenciar na perspectiva de risco da empresa.

Com relação às informações contábeis, o processo da contabilidade funciona como um sistema de classificação na presença de incerteza, e serve não só como um esquema de agregação de informação *ex post*, mas também incita a empresa a melhorar a sua qualidade de informação *ex ante* (Fan & Zhang, 2012). Estudos empíricos anteriores encontraram evidências significativas de variação no beta, em frequências mensais ou trimestrais, normalmente associadas a variáveis relacionadas ao ciclo de negócios ou aos fundamentos das ações (Patton & Verardo, 2012).

É possível afirmar que *stakeholders* poderiam definir as práticas contábeis negativas relacionadas à realidade econômica da empresa. Por esse motivo, eles ocultariam seu desempenho, em uma tentativa de proteger seus benefícios de controle privados. É assim que Leuz et al. (2003) se posicionam quando avaliaram a prática de gerenciamento de resultados, investigando as diferenças sistemáticas entre os 31 países presentes na amostra. Entre os resultados da pesquisa, Leuz et al. (2003) destacaram a capacidade de identificar um link endógeno entre governança e qualidade contábil. Isto é, as empresas operantes em países com mercado de ações desenvolvido, fortes direitos dos investidores, estrutura de propriedade dispersa e alto *enforcement* legal inclinam-se a divulgar um nível inferior de gerenciamento de resultado.

Em pesquisa de Zhai e Wang (2016), foi examinado como a informação contábil de alta qualidade pode pressionar a gestão para otimizar a escolha de investimento de capital das empresas listadas, tendo os resultados empíricos mostrado que quanto maior for a qualidade da informação contábil, maior será a correlação e a sincronicidade dos rendimentos em relação ao crescimento entre a empresa listada e as empresas pares do setor. O efeito da qualidade contábil sobre o risco de liquidez deve variar de acordo com a importância relativa das informações contábeis, na formação do ambiente geral de informações da empresa.

Quando as empresas são seguidas por grande número de analistas, presumivelmente, como esses analistas desempenham um papel mais eficaz de intermediários informacionais neste contexto, a importância das informações contábeis é reduzida (Chen et al., 2017).

No estudo de Isidro e Dias (2017), é possível confirmar a associação entre as informações contábeis fundamentais da empresa e o tipo de relação lucro-retorno da empresa, evidenciando-se, como resultado, que a relação entre lucros e retornos em períodos de expansão e desaceleração das condições de mercado varia entre as empresas. Evidenciou-se, ainda, que algumas empresas passam mais tempo em um ambiente onde seus ganhos são altamente relevantes para os retornos das ações (regime de alta volatilidade), e outras passam mais tempo em um ambiente onde os lucros são moderadamente relevantes para os retornos das ações (regime de baixa volatilidade), concluindo que a dinâmica do mercado pode afetar o fluxo de informações (Isidro & Dias, 2017).

Nesse aspecto, Ali e Hwang (2000) discutiram sobre as informações divulgadas em diferentes países, afirmando, a partir de dados de 16 países, que fatores nacionais podem interferir em medidas de relevância da informação contábil. Com relação aos fatores nacionais apontados, Ali e Hwang (2000) destacam aqueles em que a economia é orientada por bancos, em detrimento daqueles orientados pelo mercado.

Segundo Xing e Yan (2019), a qualidade da informação contábil pode afetar o custo de capital de três maneiras: primeiro, a qualidade da informação contábil constitui um fator com capacidade de afetar na exposição das empresas ao risco sistemático de uma forma adicional, que não é reconhecido por outros fatores; segundo, a qualidade da informação não é um fator relevante ao risco sistemático, mas pode afetar a dinâmica do risco; e terceiro, investiga a relação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático, considerando os fatores de risco conhecidos.

Em razão do exposto, pesquisas também têm examinado as diferentes maneiras como a sensibilidade ao risco sistemático das empresas associado às informações contábeis imprecisas afetam os preços dos ativos (Jacoby et al., 2019). Os resultados desses estudos têm comprovado que o aumento da exposição ao risco sistemático nos preços dos ativos, aliado ao volume de notícias, influencia, de algum modo, o beta da ação. Na literatura, ainda, foram encontrados indicativos de que as notícias positivas previam retornos futuros maiores, ao passo que as notícias negativas registravam retornos menores, estabelecendo que o tom e o volume das notícias específicas sobre as empresas apontam informações valiosas, que auxiliam na previsão dos retornos futuros (Silva & Machado, 2019).

Xing e Yan (2019) reconhecem uma possível falta de atenção ao se vincular a qualidade da informação contábil, tradicionalmente, como referente apenas a informações específicas da empresa, e que não afeta sua sensibilidade ao risco sistemático. No entanto, verifica-se que a qualidade das informações contábeis de uma empresa individual afeta as avaliações dos investidores quanto à covariância dos fluxos de caixa da empresa com os do mercado. Por isso, diferente dos estudos apresentados anteriormente, Xing e Yan (2019) focam sua análise na relação entre a qualidade da informação contábil e o principal componente do risco sistemático, ou seja, na sensibilidade dos retornos de uma ação individual aos retornos de mercado.

Usando várias medidas de qualidade da informação contábil e da variável que mensura a exposição ao risco sistemático, descobriu-se que os dois construtos são, significativa e negativamente, correlacionados (Armstrong et al., 2013; Babenko et al., 2016; Xing & Yan, 2019). Constatou-se também que, sob suposições gerais, os betas condicionais das empresas dependem, diretamente, do histórico de choques idiossincráticos e variam com o tempo. O valor da firma está, negativamente, relacionado ao risco, já que choques idiossincráticos positivos nos fluxos de caixa aumentam a capitalização de mercado e, simultaneamente, levam a uma diminuição da exposição ao risco sistemático.

No que se refere ao ambiente em que as informações são elaboradas, Bhattacharya et al., (2003) e Takamatsu e Fávero (2017) expõem que fatores específicos do ambiente informacional dos países podem influir na relevância das demonstrações divulgadas pelas empresas, tais como: padrões contábeis, governança e *enforcement* das empresas, sobretudo, em países emergentes. Esses aspectos influenciam a percepção dos usuários da informação e, como efeito, impactam o preço das ações no mercado de capitais.

Da mesma forma, nesta pesquisa, utilizou-se uma variável para construir um novo sistema de informações em nível ambiente do país, com base em um conjunto de indicadores de governança. Para isso, fez-se uso do *Worldwide Governance Indicators* (WGI), que é o índice aplicado pelo Banco Mundial para mensurar o nível de governança do país. Trata-se de uma escala de comparação bastante abrangente, cujos indicadores envolvem: voz e *accountability*; estabilidade política e ausência de violência ou terrorismo; efetividade governamental; qualidade regulatória; *rule of law*; controle e corrupção. Por fim, para calcular a qualidade da informação contábil neste estudo, tem-se as duas *proxies* bem conhecidas: *accruals* e o fluxo de caixa (Xing & Yan, 2019).

A literatura fornece claras evidências de uma relação negativa entre variáveis financeiras e o risco idiossincrático (Chen et al., 2012 & Isidro & Dias 2017). O primeiro a

investigar uma relação entre variáveis financeiras e o beta foram Francis et al. (2005), que reportou uma associação negativa entre a qualidade dos *accruals* e o beta. Diferentemente desses estudos, o foco desta pesquisa está na relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade das empresas ao risco sistemático. Considerando que os estudos mencionados apresentam uma relação negativa, e tendo como base a pesquisa do Xing e Yan (2019) na qual a relação entre qualidade das informações contábeis e a exposição do risco sistemático apresenta sinal negativo. Assim, surge a hipótese (H1), que tem como objetivo analisar a primeira afirmação relacionada à qualidade da informação contábil, reconhecida por fatores financeiros específicos da companhia, como os *accruals* e o fluxo de caixa.

H1: A qualidade das informações contábeis está negativamente relacionada a exposição das empresas ao risco sistemático nos países emergentes.

De acordo com Bushman et al. (2004), o *disclosure* de um país é consequência de um sistema que possui várias facetas. Por esse entendimento, seus segmentos produzem coletivamente, disseminam, recolhem e validam informações. Sintetizando, para a análise dos componentes, que são próprios ao ambiente informacional dos países, foram definidos dois principais fatores. O primeiro deles pertence ao *disclosure* financeiro e aplica-se, principalmente, com relação à política econômica do país, capturando a intensidade e a tempestividade da transparência financeira, sua interpretação e espalhamento pelos meios de comunicação. O outro tem como perspectiva as características e *disclosure* quanto à estrutura de governança, que parecem ser essencialmente associadas aos sistemas legais/ jurídicos dos países.

A investigação realizada por Bushman e Piotroski (2006) tem potencial para ser considerada complementar a esses resultados, tendo em vista a análise da influência exercida sobre a contabilidade a partir do sistema legal/ judicial, a regularização do mercado de ações e a política econômica. A origem dos incentivos que atuam no comportamento dos *insiders*, investidores, reguladores e outros participantes do mercado enquadrado o cenário examinado por Bushman e Piotroski (2006), tendo os achados apresentado diferenças sólidas no nível de conservadorismo, conforme as instituições legais e políticas dos países.

Armstrong et al. (2013) ressaltam uma limitação importante na análise das pesquisas realizadas sobre qualidade da informação contábil e risco sistemático, qual seja o fato de essas pesquisas não se atentarem de que os fluxos de caixa operacional na economia devem somar para agregar a produção ou o consumo, gerando, assim, maior tratabilidade com as variáveis,

sendo o fluxo de caixa uma determinante de duas vias relevantes, tanto para a qualidade da informação quanto para o risco sistemático.

Outra limitação em relação às pesquisas já realizadas consiste em que os autores examinaram o tema por diferentes contextos, como Armstrong et al. (2013), pesquisando sobre o fluxo de informações e como elas podem afetar a economia e, conseqüentemente, a exposição ao risco sistemático das companhias. Outros pesquisadores, como Isidro e Dias (2017), investigaram o tema por diferentes modelos quantitativos, de forma que não abordaram a causalidade, embora tenham fornecido um resultado importante ao demonstrarem que a qualidade da informação financeira está relacionada às propriedades da série temporal da informatividade dos lucros para os retornos das ações. Sob essa ótica, Xing e Yan (2019) relacionam a qualidade da informação com a exposição ao risco sistemático, mas o fazem utilizando apenas ações individuais ao correlacionar o risco e a qualidade, constituindo, assim, uma limitação.

De acordo com Hoskisson et al. (2000) e Wright et al. (2005), os países emergentes são países de crescimento em expansão e têm ganhado grande destaque no cenário mundial, além de utilizarem a liberalização econômica como fundamental mecanismo de crescimento, porém, ao mesmo tempo, são investimentos mais arriscados e com uma volatilidade superior em comparação com os países desenvolvidos, sendo conhecidos, por isso, como países especulativos. Esse argumento é reforçado por Leventis e Weetman (2004), quando afirmam que as companhias, nos mercados de capitais emergentes, tendem a divulgar menos, e menos precisas informações, que as empresas nos mercados desenvolvidos. Por esse motivo, nos mercados emergentes, a divulgação das demonstrações financeiras anuais tem maior *value relevance*, pois há mais concentração de informação.

Os relatórios financeiros de uma empresa individual fornecem informações valiosas não apenas sobre as perspectivas dos relatórios empresariais de uma forma particular, mas também sobre as de seus pares e, mais geralmente, de toda a economia. Desse modo, os investidores podem usar as informações de uma determinada empresa para revisar suas expectativas sobre a lucratividade das companhias e de toda a economia em geral. Esse processo, observado entre as empresas, altera a covariância dos retornos de uma empresa individual com os do mercado, alterando, assim, o beta de mercado da empresa (Patton & Verardo, 2012).

Nesse sentido, dada a alta relação risco/retorno oferecida, os países emergentes fornecem, ao mesmo tempo, melhores oportunidades para diversificar investimentos (Karamanou, 2012). Investidores nesses mercados, além de lidarem com maiores custos,

lidam, também, com informações rasas, falta de liquidez, riscos do mercado e pouca proteção para investir. Com isso, por pouco ainda se saber sobre o ambiente de informações em países emergentes e/ou sobre a qualidade da informação contábil, observa-se a necessidade de pesquisas que busquem verificar a relação da qualidade da informação contábil e a sensibilidades diante do risco sistemático nesses mercados, especialmente, devido a suas características peculiares, se comparadas a de mercados desenvolvidos.

No geral, o estudo de Xing e Yan (2019) oferece suporte empírico à teoria desenvolvida que investiga a relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático, tendo como resultado uma relação negativa identificada por eles. Sabendo que o ambiente informacional desempenha um papel crítico na qualidade da informação e na avaliação da sensibilidade ao risco sistemático das empresas, a qualidade, disponibilidade e acessibilidade das informações desempenham um papel fundamental na capacidade das empresas de entender e gerenciar eficazmente a exposição ao risco sistemático. Assim, com base no estudo citado, espera-se um sinal negativo na relação entre a qualidade da informação contábil e a exposição ao risco sistemático das empresas. Nessa hipótese, introduz-se o ambiente informacional dos países investigados; portanto, com base no exposto até aqui, apresenta-se a segunda hipótese:

H₂: O ambiente informacional dos países afeta negativamente a relação entre a qualidade da informação contábil e a exposição das empresas ao risco sistemático nos países emergentes.

Na pesquisa de Latif e Shah (2021), os resultados revelaram um padrão sistemático nos retornos da carteira ajustados ao risco, demonstrando que a relação entre os atributos qualitativos da informação contábil e o custo de capital não se deve à ineficiência do mercado em um determinado momento, mas, sim, que os atributos qualitativos são genuínos fatores de risco.

A diversificação dos títulos da bolsa reduz o risco das ações corporativas. Com base na competição entre os títulos, as empresas com maior risco são menos atrativas para os investidores. Ao fazer uma variação na oferta, os investidores podem ter mais opções, com base em seu nível de apetite ao risco; e as empresas podem ter outros métodos para acessar recursos financeiros (Rezaei & Heydari, 2021).

Enfim, a qualidade das informações contábeis deve ser um dos insumos mais importantes na tomada de decisão quanto à alocação de capital, que são os investimentos.

Segundo o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), um dos objetivos dos relatórios financeiros é ajudar os investidores atuais e potenciais a tomarem decisões racionais de investimento. Nesse sentido, conforme evidencia Khoufi (2020), a falta de qualidade das informações contábeis leva a um risco de informação não diversificável entre investidores informados e desinformados, aumentando, assim, o custo de capital. De modo idêntico, Lambert et al. (2007) demonstram que quanto melhor a qualidade da divulgação contábil das informações há a possibilidade de reduzir a sensibilidade ao risco sistemático, alterando as percepções dos diferentes *stakeholders* do mercado financeiro quanto à distribuição dos fluxos de caixa futuros e, conseqüentemente, atenuando o custo de capital.

Portanto, com este estudo, busca-se contribuir para a investigação sobre como o ambiente informacional exerce influência na relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade das empresas ao risco sistemático, combinando as variáveis financeiras com métricas da qualidade da informação contábil na presença da variável beta que é usada para capturar a exposição das empresas ao risco sistemático, além da variável utilizada para mensurar a qualidade da governança dos países que compõem a amostra.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Descrição da Amostra de Pesquisa

Esta pesquisa classifica-se, quanto aos objetivos, como descritiva, por analisar a relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático nos países emergentes. Quanto aos procedimentos metodológicos, classifica-se como documental, pois, para a análise dos modelos econométricos utilizados, foi realizada a coleta de dados econômicos, financeiros e outras informações advindas das demonstrações financeiras de empresas sediadas nos países componentes da amostra. Por fim, este estudo utilizou abordagem quantitativa por meio do uso dos modelos estatísticos para testar hipóteses levantadas na pesquisa.

A população-alvo da pesquisa foram as companhias de capital aberto dos países emergentes. Na seleção desses países, considerou-se o índice *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) para países emergentes, o *MSCI Emerging Markets Index*. O MSCI considera alguns fatores para a classificação dos países como emergentes, tais como: o desempenho econômico, as mudanças sustentáveis no desenvolvimento dos mercados acionários, a capitalização e a liquidez de mercado, os níveis de regulação, a supervisão e a

acessibilidade dos investidores nesses mercados. Em 2022, este índice foi composto por 24 economias emergentes: Brasil, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, Egito, Grécia, Hungria, Índia, Indonésia, Coreia do Sul, Kuwait, Malásia, México, Peru, Polônia, Qatar, Arábia Saudita, África do Sul, Taiwan, Tailândia, Turquia e Emirados Árabes Unidos.

Definida a amostra da pesquisa, foram coletados os dados relacionados às variáveis utilizadas no modelo de qualidade da informação contábil, bem como os dados referentes ao risco sistemático, na base de dados *Thomson Reuters Eikon*®, descritos posteriormente. *A priori*, para compor a amostra da pesquisa e garantir a consistência do estudo, foi necessário excluir da amostra inicial as instituições financeiras, já que os padrões contábeis adotados por essas empresas podem diferir das demais companhias listadas, assim como a sua estrutura de capital (Martins et al., 2020). Em seguida, foram excluídas também as empresas que não apresentavam todos os dados considerados como necessários à pesquisa.

As informações foram coletadas em dólares americanos, para todos os países emergentes, no período de 2000 a 2021, enfatizando-se que este estudo se limita ao período até 2021 dada a tempestividade dos dados que compõem as variáveis do risco sistemático. Posteriormente, foram coletadas as variáveis referentes ao ambiente informacional dos países, também para este período. Cabe ressaltar que o estudo fez uso das bases de dados da *Thomson Reuters Eikon*® e *Worldwide Governance Indicators* (WGI).

Assim, a amostra do estudo inicial foi composta por 19.284 empresas durante o período de análise. Contudo, considerando-se cada empresa/ano como uma observação a ser analisada por país, a amostra final foi composta por 11.586 empresas, totalizando 202.193 observações, referentes a 19 países emergentes. Na Tabela 1, apresenta-se a distribuição das empresas que compõem a amostra por país.

Tabela 1 – Composição das empresas da amostra

| País | Amostra Final |
|----------------|---------------|
| África do Sul | 36 |
| Arábia Saudita | 142 |
| Brasil | 208 |
| Chile | 130 |
| China | 2.972 |
| Colômbia | 27 |
| Coreia do Sul | 2.458 |
| Egito | 109 |

| | |
|------------------------|---------------|
| Emirados Árabes Unidos | 62 |
| Grécia | 140 |
| Índia | 2.980 |
| Indonésia | 216 |
| Kuwait | 82 |
| Malásia | 117 |
| México | 106 |
| Peru | 70 |
| Qatar | 29 |
| Taiwan | 1.403 |
| Turquia | 299 |
| Total | 11.586 |

Fonte: Dados da Pesquisa

Na Tabela 2, indica-se o número total de observações desenvolvidas no presente estudo, para o período de análise.

Tabela 2 – Número de Observações (2000 – 2021)

| Total | |
|---|----------------|
| Número inicial de observações | 485.063 |
| (-) Número de observações com informações incompletas | 282.870 |
| Número de observações final | 202.193 |

Fonte: Dados da Pesquisa.

Sequencialmente ao procedimento de seleção da amostra e coleta dos dados, no que tange ao tratamento dos *outliers* (observações extremas), optou-se por realizar a *winsorização* das variáveis, em 1%, nos dois extremos da distribuição.

3.2 Definição das variáveis e Técnica de Análise de Dados

Inicialmente, o estudo buscou construir as métricas utilizadas para identificar a exposição das empresas ao risco sistemático e a qualidade das informações contábeis, bem como o ambiente informacional dos países. Destaca-se que o ambiente informacional é a combinação das variáveis do WGI, utilizando a técnica de análise dos componentes principais (ACP) (Martins & Barros, 2018). Após a construção das métricas de risco de mercado e qualidade da informação contábil e do ambiente informacional dos países (AIP), analisou-se a

influência do ambiente de informação dos países na relação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático nos mercados emergentes.

3.2.1 Mensuração do Risco Sistemático

O beta é uma medida do risco sistemático. Constitui em uma estimação padronizada do risco de mercado. Embasado no raciocínio inerente ao *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) o beta de mercado é retratado numericamente pela covariância dos retornos associados ao ativo e os retornos de mercado (Damodaran, 2002).

Com base na variável Beta (TR.WACCBeta) disponibilizada pela *Thomson Reuters Eikon*® que é uma medida de quanto a ação se move de acordo com um determinado movimento do mercado. É a covariância do movimento do preço do título em relação ao movimento do preço do mercado. Com base nos dados disponíveis, foram coletados os dados no período de 60 meses com retornos mensais. Tal explicação pode ser determinada através da seguinte equação:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}((R_{i,t}), (R_{mt}))}{\sigma^2 (R_{mt})} \quad (1)$$

A Equação (1) corresponde à medida do grau em que determinado título tende a se mover em conjunto ou não com o mercado (Assaf Neto, 2005; Damodaran, 2005; Iudícibus & Lopes, 2004). Em que: $R_{i,t}$ são os retornos dos títulos i , ajustado por sua contribuição de risco para uma carteira diversificada; (R_{mt}) são os retornos da carteira de mercado; β_i é a medida de contribuição de risco do título i para a carteira de mercado.

3.2.2 Mensuração da Qualidade da Informação Contábil

A primeira variável independente trata da qualidade da informação contábil (QIC), que foi mensurada de duas maneiras diferentes (Xing & Yan, 2019).

A primeira, se trata do *accrual* discricionário, a partir do modelo proposto por Dechow e Dichev (2002), que analisa a relação entre *accruals* e fluxos de caixa e determina o resíduo do modelo como uma *proxy* de gerenciamento, conforme representado na Equação 2:

$$ACT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i(t-1)} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{i(t+1)} + \beta_4 \Delta REV_{it} + \beta_5 IMOB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde, a variável ACT_{it} corresponde à acumulação total de *accruals* da empresa; CFO_{it} representa o Fluxo de Caixa Operacional; ΔREV_{it} é a variação nas receitas; $IMOB_{it}$ valor bruto do ativo imobilizado E, os termos i e t retratam os papéis da empresa i no ano t .

A outra forma, utilizada nesta pesquisa, de mensurar a QIC tomou como base o modelo de Jones Modificado (1991). Neste modelo, a QIC é mensurada por meio dos *accruals* anormais, tornando-se necessário calcular AT_{it} os *accruals* totais. O AT_{it} é calculado conforme a Equação (3).

$$AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\Delta REV_{it} - \Delta CAR_{it}) + \beta_2 IMOB_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde, a variável ΔCAR_{it} representa a variação nas contas a receber da empresa; ΔREV_{it} corresponde à variação na receita; $IMOB_{it}$ valor bruto do ativo imobilizado; ROA_{it} é a rentabilidade sobre o ativo. Os resíduos são derivados da Eq. (3) e servem como *proxies* para os *accruals* anormais. Um valor absoluto alto dos *accruals* anormais indica baixa qualidade da informação contábil.

3.2.3 Variáveis do Ambiente Informacional dos Países

Como forma de verificar a influência do ambiente informacional na qualidade das informações contábeis e na relação entre o risco sistemático das empresas dos países emergentes, foram utilizadas, com base na literatura (Martins & Barros, 2021), os Indicadores de Governança Mundial (WGI). A seguir é apresentada a forma de mensuração dessas duas variáveis, que compõem o índice AIP (Ambiente Informacional dos Países).

A variável WGI (*Worldwide Governance Indicators*), que relata indicadores de governança agregados e individuais para mais de 200 países e territórios durante o período de 1996 a 2021, para seis dimensões de governança: voz e responsabilização; estabilidade política; eficácia do governo; qualidade regulatória; estado de direito; e controle da corrupção (Banco Mundial, 2022).

Esse indicador pode ser utilizado como *proxy* para avaliar o nível de governança de determinado país (Langbein & Knack, 2010) e tem como propósito mensurar a percepção dos *stakeholders* acerca da qualidade da governança em um país, além de facilitar as comparações entre os países, sendo bastante utilizado em estudos relacionados à governança (Martins &

Barros, 2021). O WGI é apresentado de forma padronizada no intervalo 0 a 100, no qual indica, segundo os autores, quanto maior, melhor é o ambiente de informação dos países.

Nesse contexto, de forma semelhante ao que fez Martins e Barros (2018), foi utilizada a Análise de Componentes Principais (ACP), para construir o índice de ambiente informacional dos países, adaptado neste estudo, a partir das seis dimensões do WGI. O índice, varia entre 0 (zero) e 1 (um), destacando que um maior valor indicaria um melhor ambiente de informação dos países.

A Análise de Componentes Principais (ACP) consiste em calcular uma média ponderada dos componentes obtidos pelo método multivariado da ACP, cujos pesos provêm das suas variâncias. O método tem por principal vantagem construir um indicador principal com um autovalor maior que 1 (um), a partir de variáveis com conteúdo informacional de variáveis correlacionadas, possuindo, assim, vantagens em relação ao ajuste de um modelo de múltiplos fatores (Langbein & Knack, 2010).

3.2.4 Variáveis de Controle

As variáveis são definidas da mesma forma que em Low (2009) e Xing e Yan (2019). Em particular, o tamanho da empresa é o logaritmo natural do total de ativos. *Market-to-book* é a relação entre o valor de mercado dos ativos dividido pelo patrimônio líquido. O Retorno sobre o Ativo (ROA) é o lucro operacional dividido pelo total de ativos. Os Investimentos de Capital líquido são a diferença entre as despesas de capital e as vendas de imóveis, instalações e equipamentos dividido pelo total de ativos. O endividamento é o total do passivo oneroso dividido pelo ativo total. Segmentos de negócios é o número de segmentos de negócios relatados no banco de dados da *Thomson Reuters Eikon*®. Por fim, o Índice Sales Herfindahl é a soma das proporções quadradas das vendas do segmento em relação às vendas totais.

Com o intuito de isolar os efeitos da qualidade da informação contábil sobre o risco sistemático, desenvolve-se um controle por meio um conjunto de variáveis relacionadas ao risco da empresa. Essas variáveis representam as principais características da empresa, como tamanho, valor de mercado, retorno, endividamento e investimentos.

A variável de controle Tamanho da empresa, conforme Potin et al. (2016), evidencia a relação de variáveis contábeis com o tamanho da firma, oportunidade de crescimento, endividamento e estrutura do conselho de administração. No estudo de Potin et al. (2016), a variável que calcula o tamanho da empresa apresentou sinal negativo. Por outro lado, nas

pesquisas de Almendra et al. (2018) e Xing e Yan (2019), em que foi investigado o risco sistemático em países diversos, o sinal da variável tamanho apresentou-se positivo.

Por sua vez, a variável *Market-to-book* apresentou-se positivamente significativa e relacionada com o risco sistemático nas pesquisas de Low (2009) e Xing e Yan (2019); mas a variável do retorno sobre o ativo totais e o segmento de negócios mostraram-se significativamente negativas ao associar-se ao risco.

Já as variáveis que mensuram os investimentos e as vendas têm apresentado valores positivos e significativos ao se relacionarem com o risco sistemático, conforme se verifica com a fundamentação apresentada a seguir, na Tabela 3.

Por fim, o endividamento apresenta sinal negativo em todas as pesquisas mencionadas na fundamentação. Almendra et al. (2018), em sua pesquisa, refere-se que o achado da variável endividamento vai em direção oposta ao preconizado na literatura, visto que, em grandes empresas, espera-se que haja um menor risco sistemático devido a economias de escala.

Na Tabela 3, é possível visualizar todas as variáveis de controle bem como o sinal esperado para cada uma delas, de acordo com a fundamentação dos autores referenciados neste estudo.

Tabela 3 - Resumo das variáveis de controle

| Variável | Descrição | Proxy | Sinal Esperado | Fundamentação |
|------------|-------------------------------------|---|----------------|---|
| TAM_{it} | Tamanho da empresa | $\ln (Ativo_{it})$ | +/- | Mazzioni e Klann (2016), Potin et al. (2016), Almendra et al. (2018), Xing e Yan (2019) |
| MTB_{it} | Razão do valor de mercado | $\frac{Valor\ de\ Mercado_{it}}{Patrimônio\ Líquido_{it}}$ | + | Low (2009), Potin et al. (2016), Xing e Yan (2019) |
| ROA_{it} | Retorno sobre ativos totais | $\frac{Lucro\ Operacional_{it}}{Ativo\ Total_{it-1}}$ | - | Low (2009), Xing e Yan (2019) |
| ICL_{it} | Investimentos de capital líquidos | $\frac{Gasto\ de\ capital}{Ativo}$ | + | Low (2009), Xing e Yan (2019) |
| END_{it} | Endividamento | $\frac{Passivo\ Oneroso_{it}}{Ativo\ Total_{it-1}}$ | - | Mazzioni e Klann (2016), Almendra et al. (2018), Rezaei e Heydari (2021) |
| SEG | Segmento de negócios | É o número de segmentos de atuação das empresas que compõem a amostra | - | Low (2009), Xing e Yan (2019) |
| HHI | Índice Sales Herfindahl - Hirschman | Soma das taxas quadradas de vendas do segmento para vendas totais | + | Low (2009), Xing e Yan (2019) |

Fonte: Elaborada pela autora.

3.2.5 Construção dos modelos

Objetivando a análise principal relacionada à verificação dos constructos, risco sistemático e qualidade da informação, foram observados os modelos empíricos apresentados a seguir.

De acordo com a fundamentação teórica e descrição detalhada dessas variáveis, e tendo como variável dependente o risco sistemático, mensurada conforme a Equação 1, o Modelo 4 foi construído com o intuito de análise da (H_1), esperando-se que a qualidade da informação esteja associada, significativa e negativamente, a exposição das empresas ao risco sistemático através de fatores conhecidos (variáveis de controle/contábeis), nos países emergentes. Portanto, para testar tal hipótese, o risco sistemático foi estimado por meio do seguinte modelo de regressão:

$$RS_{it} = \alpha_i + \beta_1 QIC_{it} + \beta_2 AIP_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + País_{it} + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde, RS_{it} é a variável do risco sistemático; e QIC_{it} a *proxy* para mensuração da qualidade da informação contábil. A qualidade da informação contábil foi auferida por duas métricas (Dechow & Dichev, 2002; Jones Modificado, 1991), assim, o modelo descrito pela Equação 4 se desdobrou em duas estimações, apresentando-se como uma análise de robustez dos resultados.

O respectivo modelo considera que a métrica utilizada para mensurar o risco sistemático é explicado pela variável de qualidade da informação contábil (QIC), bem como a do ambiente informacional dos países (AIP) e contábil (as variáveis de controle). Os termos i e t representam os papéis, respectivamente, da amostra da empresa e do tempo, que é anual; os β (1, 2) são os coeficientes parciais da regressão; α é a constante da regressão; e o termo de erro é representado por ε .

Para investigar como a associação entre a qualidade da informação contábil e a exposição ao risco sistemático se diferenciam negativamente entre os países emergentes (H_2), utilizou-se o modelo apresentado na Equação 5. De acordo com o embasamento teórico e o detalhamento das variáveis supracitadas, tendo o risco sistemático como variável dependente, foi estruturado o Modelo, conforme detalhado a seguir:

$$RS_{it} = \alpha_i + \beta_1 QIC_{it} + \beta_2 AIP_{it} + (\beta_3 QIC_{it} * AIP_{it}) + (\beta_4 QIC_{it} * AIP_{it} * País_{it}) + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_i \quad (5)$$

Com base na literatura evidenciada, os diferentes ambientes informacionais dos países podem influenciar na associação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático, visto que cada país possui comportamentos distintos, fundamentados em características legais, políticas e econômicas. Assim, além da interação entre a qualidade da informação contábil e o índice AIP, foi realizada uma tripla interação entre essas variáveis incluindo-se a variável país, esperando-se obter resultados sobre o ambiente informacional desses países, que possam explicar o risco sistemático nos mercados emergentes.

3.3 Técnicas de análise de dados

Os dados da pesquisa possuem uma dimensão espacial (várias empresas) e outra temporal (20 anos de estudo). Para testar as hipóteses, os modelos propostos foram estimados por meio de regressões multivariadas de dados em painel; e, para determinar o modelo painel a ser utilizado (efeitos fixos, aleatórios ou POLS), foram realizados testes como de *Breusch-Pagan*, *Chow* e *Hausman*, os quais indicaram como modelo mais adequado o de dados em painel com efeitos aleatórios. Da mesma forma, visando avaliar a adequação dos modelos a serem estimados, foram aplicados aos modelos os testes de normalidade dos termos de erro, grau de multicolinearidade, ausência de autocorrelação serial e heterocedasticidade, uma vez que esses são pressupostos básicos da análise de regressão.

3.4 Testes Adicionais de Robustez

Para verificação da robustez dos resultados da pesquisa, uma análise adicional foi realizada. Ao examinar a associação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático usando dados fixos em painel, o modelo de regressão considerou que os valores dos interceptos para cada regressão variam de acordo com o efeito de cada indivíduo e que os coeficientes de declividade (das variáveis independentes) para cada equação são os mesmos para cada empresa.

Diante da preocupação de que esta abordagem pudesse maximizar o poder dos testes, bem como dar origem à preocupação de que as tendências temporais comuns na qualidade da informação contábil e a exposição do risco sistemático nas empresas explicassem os padrões observados nos dados agrupados, o teste foi realizado com a variável beta, com as

mensurações da qualidade da informação contábil, conforme já apresentadas neste capítulo. No teste, foram realizadas as regressões com dados em painel para cada ano do período da amostra, sendo os valores referentes ao risco sistemático agrupados em um *ranking* (de 100 a 1), com base na mensuração do risco adotada por esta pesquisa.

Nesse sentido, aponta-se que só foram utilizadas a variável de risco sistemático e as métricas de qualidade da informação contábil. Assim, as medidas de classificação não variam com a volatilidade do mercado. Em essência, as medidas de classificação serviram para comparar o valor absoluto dos betas da empresa em um único ano.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva das Variáveis do Modelo

Nesta seção, são analisadas as estatísticas descritivas das variáveis para o intervalo de dados anuais entre 2000 a 2021. Na Tabela 4, evidenciam-se os valores médios, desvios padrões, medianas, máximos e mínimos para as variáveis utilizadas no modelo: Risco Sistemático (RS); Qualidade da Informação Contábil (QIC); Tamanho (TAM), *Market-to-book* (MTB); Retorno sobre o Ativo (ROA); Investimentos de Capital Líquido (ICL); Endividamento (END); Segmento de Negócios (SEG); e Índice *Sales Herfindahl-Hirschman* (HHI); Por fim, é apresentada a análise descritiva para as variáveis que compõem o índice de ambiente informacional dos países (AIP).

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis analisadas

| Variáveis | Média | Desvio-Padrão | Mediana | Máximo | Mínimo | Observações |
|-------------------------|--------|---------------|---------|---------|---------|-------------|
| RS | 0.996 | 0.640 | 0.969 | 4.621 | -2.707 | 202.193 |
| QIC1 | 2.819 | 10.369 | 15.949 | 133.785 | -6.817 | 202.193 |
| QIC2 | -5.851 | 2.092 | -2.336 | 3.275 | -3.601 | 202.193 |
| TAM | 4.960 | 2.300 | 4.889 | 11.834 | -8.225 | 202.193 |
| MTB | 5.705 | 3.890 | 0.628 | 32.383 | -10.888 | 202.193 |
| ROA | 3.704 | 15.725 | 0.0207 | 73.427 | -3.396 | 202.193 |
| ICL | -7.660 | 1.983 | -0.023 | 0.028 | -11.021 | 202.193 |
| END | 0.700 | 5.190 | 0.537 | 37.802 | 6.510 | 202.193 |
| SEG | 5.400 | 2.640 | 6.000 | 10.000 | 1.000 | 202.193 |
| HHI | 3.050 | 1.789 | 3.510 | 9.680 | 0.000 | 202.193 |
| AIP | 0.234 | 0.131 | 0.365 | 1 | 0 | 202.193 |
| Voz e Responsabilização | 47.728 | 21.259 | 59.134 | 89.423 | 2.347 | 202.193 |
| Estabilidade Política | 26.940 | 15.930 | 21.226 | 92.462 | 1.005 | 202.193 |
| Eficácia e Governo | 58.086 | 10.473 | 56.796 | 90.865 | 26.829 | 202.193 |
| Qualidade Regulatória | 48.412 | 10.891 | 45.588 | 92.718 | 19.459 | 202.193 |
| Estado de Direito | 40.654 | 12.929 | 39.903 | 88.038 | 1.923 | 202.193 |
| Controle da Corrupção | 46.950 | 10.131 | 45.192 | 91.489 | 8.465 | 202.193 |

Legenda: RS: Risco Sistemático; QIC: Qualidade da Informação Contábil; TAM: Tamanho; MTB: *Market-to-book*; ROA: Retorno sobre o ativo; ICL: Investimento de Capital Líquido; END: Endividamento; SEG: Segmento de Negócios; e HHI: Índice Sales Herfindahl-Hirschman.
Fonte: Dados da Pesquisa

Na Tabela 4, pode-se observar uma alta variação da qualidade da informação contábil (QIC1) nos países, mensurada pelo modelo Dechow e Dichev (2002), e na qual se estabelece uma relação entre *accruals* e fluxos de caixa. Essa alta variabilidade é caracterizada pela dispersão dos dados (alto desvio-padrão), que é cerca de três vezes superior à média, indicando uma alta heterogeneidade dessa variável. Para a variável RS, observa-se o valor médio de 0.996 sugerindo que as empresas na amostra estão expostas a um nível considerável de risco relacionado a fatores macroeconômicos e de mercado. Além disso, o desvio-padrão de 6.400 indica que há uma variabilidade significativa nos níveis de risco entre as empresas da amostra. A correlação positiva sugere que empresas com melhor qualidade de informação contábil podem estar menos expostas ao risco sistemático.

Já em relação à variável QIC2, mensurada pelo modelo Jones Modificado (1991), observa-se a presença de valores negativos, apontando uma baixa qualidade da informação contábil para algumas empresas da amostra. Destaca-se também que, para ambas as variáveis da qualidade da informação contábil, há uma maior heterogeneidade dos dados relativa à média (maiores valores de desvio-padrão). Nesse caso, pode-se afirmar que a qualidade, evidenciada pelo gerenciamento de resultados, é destoante entre as observações da amostra, que indica discrepância entre as firmas quanto aos *accruals* discricionários, o que pode ser um fator que explica a heterogeneidade observada no risco sistemático (Xing & Yan, 2019).

Das variáveis que compõem o tipo “Controle” do modelo, observam-se, para o ICL, valores médios e medianos negativos, como esperado, já que o investimento representa a criação e a aquisição de ativos que serão utilizados para a criação ou transformação de outros ativos, além de refletir, com mais precisão, o crescimento da economia. Em relação à variabilidade dos valores médios, nota-se um maior valor de desvio padrão para as medidas de ROA, ICL e END. Essa grande dispersão constatada ressalta que a amostra é composta por empresas muito heterogêneas, principalmente no que diz respeito a alta variabilidade nas métricas de qualidade da informação contábil (QIC1 e QIC2) podendo indicar que as empresas têm diferentes graus de precisão e confiabilidade em seus relatórios financeiros. Todavia, essa heterogeneidade também era esperada, uma vez que a amostra abarca firmas de setores bastante distintos e de distintos países (Santos et al., 2020).

O MTB médio de 5.705 sugere que as empresas podem estar avaliadas com base em critérios de mercado em relação ao valor contábil. Por outro lado, a correlação positiva entre MTB e ROA sugere que empresas com melhor desempenho em termos de retorno sobre o ativo podem ter avaliações de mercado mais altas. Esse resultado está de acordo com o achado de Amorim (2012), no qual é apontado, que, segundo Brimble e Hodgson (2007), quanto maior o MTB, maiores as expectativas sobre o poder de geração de riqueza da empresa.

Para finalizar com as variáveis de controle, o tamanho médio de 4.960 indica que a amostra inclui empresas de diferentes portes, desde pequenas até grandes. A correlação negativa entre TAM e RS sugere que empresas menores podem estar mais expostas ao risco sistemático.

Ainda observando a Tabela 4, destacam-se as estatísticas descritivas para as variáveis que compõem o índice de AIP. A variável WGI contém seis dimensões que, com o *ranking* de 0 a 100, permitiram observar valores medianos e médios bastante distintos, bem como uma alta dispersão dos valores médios, que podem ser observados também pelos valores de máximo, chegando a 92.718 para o indicador de qualidade regulatória, e mínimo de 1.005 para estabilidade política nesses países, destacando, entre os seis indicadores, a alta dispersão encontrada para as medidas de eficácia do governo e controle de corrupção, o que ressalta significativas diferenças entre os indicadores de governança mundial dos países emergentes, sendo estes, valores semelhantes aos documentados por Morey et al. (2009).

Desse modo, o índice de ambiente informacional dos países (AIP), formado por essas seis variáveis de ambiente informacional, varia de 0 a 1, com a média 0.234 (23%), representando um ambiente de informação inferior nesses países, comparado a pesquisa Peixoto e Martins (2021) na qual a média do índice de ambiente informacional nos países emergentes foi em torno de 0.42 (41.9%). Conforme apontam Takamatsu e Fávero (2017), destacando que, nesses países, há maiores problemas de governança e de padrões contábeis.

Para formar o índice AIP, realizou-se a análise dos componentes principais (ACP) das sete variáveis que representam o ambiente informacional do país. Os resultados da ACP, conforme se expõe na Tabela 5, destacam os autovalores, que, para o primeiro componente do AIP, explicam 60,83% da variância da amostra, o que é uma parcela relevante da variação comum das variáveis.

Tabela 5 – Autovalor dos Componentes Principais: Índice AIP

| Componentes | Autovalor | Proporção (%) | Acumulada (%) |
|--------------------|------------------|----------------------|----------------------|
| Componente 1 | 3.650 | 60.83 | 60.83 |

| | | | |
|---------------------------------------|---------------|-------|--------|
| Componente 2 | 1.029 | 17.16 | 78.00 |
| Componente 3 | 0.704 | 11.74 | 89.74 |
| Componente 4 | 0.395 | 6.59 | 96.33 |
| Componente 5 | 0.130 | 2.16 | 98.50 |
| Componente 6 | 0.089 | 1.49 | 100.00 |
| Estatísticas de Bartlett e KMO | | | |
| Bartlett (esfericidade) | < 2.2e-16 *** | | |
| KMO (adequação da amostra) | 0.5 | | |

Nota: Nível de significância: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Fonte: Dados da Pesquisa

As duas abordagens básicas (Bartlett e KMO) são testes utilizados para a análise de componentes principais (ACP). Em primeiro lugar, realizou-se a análise da estatística de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO), que reflete a robustez da análise, na qual comparam-se as magnitudes dos coeficientes de correlação observados com as magnitudes dos coeficientes de correlação parcial. Pequenos valores de KMO revelam que as correlações entre os pares de variáveis não podem ser explicadas por outras variáveis, indicando que a análise de componentes principais não é adequada.

Também foi realizado o teste de Bartlett, que mede a sua significância, com o objetivo de testar a hipótese nula, de que as variáveis não sejam correlacionadas na população. Um valor elevado da estatística de teste favorece a rejeição da hipótese nula. Assim, conforme ainda se pode conferir na Tabela 5, o teste de esfericidade rejeitou sua hipótese nula de que as variáveis não sejam correlacionadas na população, onde obteve-se um $p < 0,001$, significativo a 1% e destacando que a metodologia do ACP, neste estudo, é apropriada.

Já o teste KMO indica resultados aceitáveis quando apresenta valores acima de 0,5. Neste estudo, obteve-se um valor de exatamente 0,5, podendo-se afirmar, dessa forma, que o valor está dentro do rol de correlações tidas como aceitáveis (Fávero et al., 2009). Com isso, os resultados apresentados pelas duas medidas enfatizam a adequação da análise ACP, para este trabalho.

Concluídas essas análises, a partir dos autovalores apresentados na Tabela 5, foi possível obter o *screen plot* dos componentes, para analisar a relevância dos primeiros fatores na determinação da variância das variáveis usadas no modelo. Nota-se, nesse sentido, que o primeiro e o segundo componentes demonstram um autovalor superior a 1. Dessa forma, pela regra de Kaiser (1960), o critério indica que o componente deverá permanecer somente se possuir um autovalor maior que 1, o que leva à retenção dos dois primeiros componentes, para formação do AIP.

Adicionalmente, foram analisadas as estatísticas descritivas por país, no período de 2000 a 2021, conforme apontado na Tabela 6, buscando se observar características

particulares de cada país da amostra sobre o risco sistemático, a qualidade da informação contábil e seu respectivo ambiente informacional.

Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis analisadas por país

| Variáveis | RS | | QIC1 | | QIC2 | | AIP | | WGI | |
|------------------------|------|---------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|
| | País | Mediana | Desvio Padrão | Mediana | Desvio Padrão | Mediana | Desvio Padrão | Mediana | Desvio Padrão | Mediana |
| África do Sul | 0.87 | 0.54 | 12.71 | 25.39 | -33.52 | 47.94 | 0.36 | 6.82 | 55.72 | 22.64 |
| Arábia Saudita | 1.07 | 0.31 | 81.54 | 30.64 | -9.92 | 75.18 | 0.34 | 4.80 | 55.72 | 22.61 |
| Brasil | 0.72 | 0.56 | 11.15 | 57.93 | -19.96 | 11.34 | 0.38 | 5.78 | 55.77 | 22.57 |
| Chile | 2.50 | 1.53 | -41.92 | 33.81 | -9.11 | 0.83 | 0.33 | 5.79 | 55.77 | 22.59 |
| China | 0.95 | 0.72 | 75.27 | 20.52 | -14.85 | 53.13 | 0.30 | 8.29 | 55.72 | 22.58 |
| Colômbia | 1.60 | 0.47 | 13.62 | 30.52 | -50.67 | 43.81 | 0.31 | 7.28 | 55.75 | 22.57 |
| Coreia do Sul | 1.03 | 0.63 | 21.20 | 24.18 | -5.36 | 11.90 | 0.33 | 8.81 | 55.66 | 22.63 |
| Egito | 0.79 | 0.37 | 12.83 | 19.42 | -1.01 | 27.89 | 0.27 | 11.30 | 55.72 | 22.60 |
| Emirados Árabes Unidos | 0.98 | 0.70 | 30.25 | 31.52 | -28.33 | 435.1 | 0.38 | 8.28 | 55.77 | 22.57 |
| Grécia | 0.70 | 0.46 | 18.10 | 63.80 | -3.52 | 12.75 | 0.88 | 3.30 | 55.77 | 22.60 |
| Índia | 1.04 | 0.62 | 6.50 | 94.77 | -0.71 | 33.56 | 0.28 | 10.78 | 55.77 | 22.56 |
| Indonésia | 0.31 | 0.27 | 24.23 | 17.71 | -4.00 | 9.99 | 0.27 | 11.29 | 55.77 | 22.58 |
| Kuwait | 1.00 | 0.43 | 22.08 | 83.47 | -2.23 | 13.22 | 0.38 | 4.77 | 55.77 | 22.55 |
| Malásia | 0.99 | 0.84 | 20.70 | 73.24 | -0.71 | 10.57 | 0.36 | 6.78 | 55.72 | 22.57 |
| México | 0.66 | 0.48 | 46.76 | 22.60 | -66.43 | 29.46 | 0.36 | 6.78 | 55.72 | 22.56 |
| Peru | 0.90 | 0.48 | 22.73 | 18.37 | -23.85 | 10.49 | 0.32 | 6.78 | 55.72 | 22.57 |
| Qatar | 0.97 | 0.34 | 30.37 | 17.05 | -16.95 | 31.65 | 0.73 | 1.80 | 55.72 | 22.60 |
| Taiwan | 0.97 | 0.40 | 18.24 | 20.55 | -1.77 | 491.0 | 0.27 | 11.33 | 55.75 | 22.66 |

| | | | | | | | | | | |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| Turquia | 0.98 | 0.70 | 16.13 | 76.40 | -1.21 | 12.97 | 0.34 | 4.81 | 55.69 | 22.62 |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|

Fonte: Dados da Pesquisa.

Observa-se que, apesar de verificar, através da análise da estatística descritiva geral, que os países emergentes apresentam um risco sistemático inferior (valor mediano positivo para a variável RS) (Rossetti, 2017), as variáveis (QIC1) e (QIC2), variam amplamente entre os países, com uma mediana de 12,71 e -33,52. Ambas indicam que a qualidade da informação contábil varia significativamente entre os países. O desvio padrão alto confirma que ambas as métricas possuem grande variabilidade nos níveis de qualidade da informação contábil entre os países.

Esse fato pode ser explicado pelos estudos de Dechow e Dichev (2002), os quais argumentam que os *accruals* mudam ou se ajustam para reconhecer o fluxo de caixa ao longo do tempo, de modo que os números ajustados mensuram com mais exatidão a performance das firmas, assim, podendo alcançar níveis maiores quando apresentam baixa qualidade da informação. No que tange à variável QIC2, que é mensurada pelos *accruals* anormais, todos os países apresentaram valores negativos, apontando baixo gerenciamento de resultados para algumas empresas da amostra.

Em relação ao ambiente de informações dos países (AIP), cabe ressaltar a variação entre os países, com uma mediana de 0,36. Isso sugere que a qualidade do ambiente informacional varia entre os países.

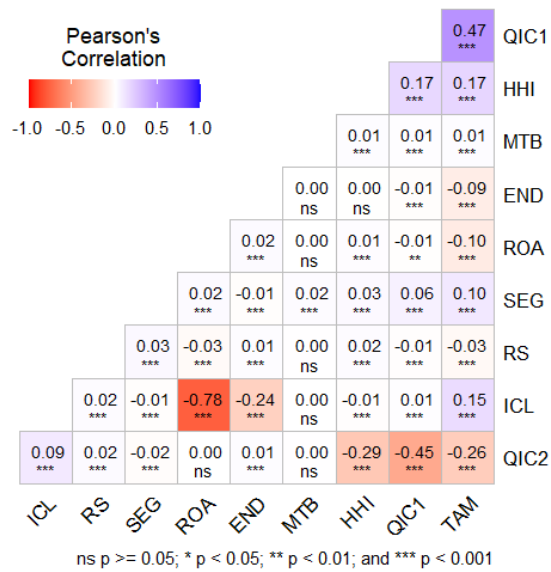
Em termos de interpretação econômica, essas métricas podem ser usadas para comparar o risco sistemático, a qualidade da informação contábil, a qualidade do ambiente informacional e a governança entre diferentes países. Portanto, a partir da análise é perceptível afirmar que países com maiores níveis de risco sistemático podem ser vistos como mais arriscados para investimentos. Por outro lado, a qualidade da informação contábil pode influenciar a tomada de decisões de investimento e avaliação de empresas.

Por fim, o índice de ambiente informacional dos países pode ser relevante para empresas que dependem de informações precisas para suas operações. Por isso, as dimensões do WGI podem afetar o ambiente de negócios e o investimento estrangeiro.

4.2 Análise de correlação de Pearson

A Figura 1 retrata as correlações de Pearson entre as variáveis desta pesquisa.

Figura 1 – Correlação de Pearson



Inicialmente, um ponto a se notar na Figura 1 refere-se à medida que busca medir o risco sistemático que é negativamente associada com a qualidade da informação contábil (QIC1) e o tamanho (TAM) o que sugere que, em geral, empresas com melhor qualidade da informação contábil e tamanho menor podem estar associadas as empresas com um risco sistemático ligeiramente maior. A variável do risco sistemático possui correlação positiva com (QIC2) e (SEG), o que indica que empresas com melhor qualidade da informação contábil mensurada conforme Jones Modificado (QIC2) e pertencentes a determinados segmentos de negócio (SEG) podem ter uma sensibilidade ao risco sistemático ligeiramente maior.

O endividamento e a métrica de investimentos de capital são positivamente significativos com o risco sistemático, evidenciando uma conformidade da capacidade que as métricas possuem de mensurar parâmetros similares, de acordo com o esperado de uma amostra com uma dimensão diferenciada de países. Além disso, o risco possui uma tendência maior de estar relacionado com o endividamento, conforme sugerem Almendra et al. (2012), demonstrando que empresas maiores apresentam custos fixos mais elevados, além de serem mais dinâmicas em seus mercados e mais suscetíveis a mudanças no contexto econômico, tornando-se também mais arriscadas.

Quanto à relação evidenciada entre a qualidade da informação e o risco, pode-se afirmar que há uma correlação estatisticamente significativa negativa com a variável (QIC1). Com relação ao tamanho da empresa e ao investimento de capital, nota-se uma correlação forte com a qualidade da informação contábil, permitindo inferir que um aumento no tamanho da empresa tende a aumentar a qualidade da informação contábil.

4.3 Análise dos Modelos de Regressão

Nesta seção, são apresentados e discutidos os resultados dos modelos de regressão destacados nos procedimentos metodológicos. O presente estudo fez uso da Regressão com Dados em Painel, método que possui uma característica especial, qual seja, se constitui de duas dimensões: uma temporal e outra espacial. Isso ocorre porque a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo. Para a escolha do painel, foram efetuados os testes: *Breusch-Pagan*, *Chow* e *Hausman*, os quais indicaram que o método mais adequado às variáveis da pesquisa é o modelo efeitos aleatórios.

Antes, na realização da regressão dados em painel, alguns testes também foram requeridos, como a verificação da normalidade dos resíduos, que foi investigada através do Shapiro teste, observando que todos os modelos apresentavam ausência de normalidade nos resíduos; e o teste de *Breusch-Pagan* o qual verificou a homoscedasticidade (variância constante).

4.3.1 Resultado da Análise de Regressão

Na Tabela 7, apresentam-se os resultados da estimação do modelo com as variáveis utilizadas para testar a primeira hipótese, de que a qualidade das informações contábeis está negativamente relacionada a exposição das empresas ao risco sistemático nos países emergentes. Com esse intuito, foi atribuído ao modelo *dummies* para cada país da amostra, tendo o Chile como base a ser considerada no intercepto. Na estimação (1), têm-se como variável independente a qualidade da informação contábil com base no modelo Dechow e Dichev (2002), tratando-se do *accrual* discricionário, que analisa a relação entre *accruals* e fluxos de caixa e determina o resíduo do modelo como uma *proxy* de gerenciamento. Na estimação (2) foram utilizados níveis anormais de *accruals*, com base no modelo de Jones Modificado (1991).

Tabela 7 – Análise de Regressão para testar (H₁)

| (4) $RS_{it} = \alpha_i + \beta_1 QIC_{it} + \beta_2 AIP_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + País_{it} + \varepsilon_i$ | |
|--|-----|
| Variável Dependente: RS | |
| Efeitos Aleatórios | |
| (1) | (2) |

| | | |
|----------------|-----------|-----------|
| QIC1 | 0.001* | |
| | (0.001) | |
| QIC2 | | 0.001*** |
| | | (0.003) |
| AIP | 0.003*** | 0.003*** |
| | (0.001) | (0.001) |
| TAM | -0.019*** | -0.012*** |
| | (0.002) | (0.002) |
| MTB | -0.005*** | -0.006*** |
| | (0.002) | (0.002) |
| ROA | -0.021*** | -0.020*** |
| | (0.003) | (0.003) |
| ICL | -0.035*** | -0.058*** |
| | (0.003) | (0.003) |
| END | 0.113*** | 0.107*** |
| | (0.009) | (0.009) |
| SEG | 0.009** | 0.009** |
| | (0.004) | (0.004) |
| HHI | 0.001*** | 0.005*** |
| | (0.001) | (0.002) |
| África do Sul | -4.255*** | -4.895 |
| | (1.883) | (8.887) |
| Arábia Saudita | 4.172 | 3.067 |
| | (8.523) | (8.553) |
| Brasil | 1.090 | 1.098 |
| | (9.015) | (6.851) |
| China | -5.383*** | -4.814 |
| | (6.154) | (6.159) |
| Colômbia | -4.340 | -2.767 |
| | (6.276) | (6.275) |
| Coréia do Sul | -4.269 | -6.547 |
| | (6.276) | (9.137) |
| Egito | -3.585 | -3.680 |
| | (5.062) | (8.585) |

| | | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|
| Emirados Árabes Unidos | -3.330 (4.836) | -6.056 (2.070) |
| Grécia | 4.636 (9.597) | 4.283 (8.874) |
| Índia | -5.573 (5.484) | -4.283 (5.495) |
| Indonésia | -4.269 (5.313) | -4.521 (5.314) |
| Kuwait | -4.090 (1.420) | -4.720 (1.420) |
| Malásia | -3.771*** (7.138) | -4.720*** (5.314) |
| México | -4.643 (1.064) | -5.009 (1.022) |
| Peru | -3.004 (4.976) | -5.476 (4.975) |
| Qatar | 4.681 (1.701) | 5.173 (1.704) |
| Taiwan | -3.046 (4.345) | -5.978 (1.407) |
| Turquia | -6.535 (9.223) | -4.005 (6.812) |
| Constante | 0.974*** (5.590) | 0.955*** (5.596) |
| Observações | 202,193 | 202,193 |
| R ² | 0.011 | 0.012 |
| R ² Ajustado | 0.011 | 0.012 |
| Estatística F | 1.614*** | 1,896*** |

RS= é a métrica para risco sistemático, calculada com base no modelo de três fatores; **QIC1**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Dechow e Dichev (2002); **QIC2**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Jones Modificado (1991); **AIP**= Ambiente Informacional dos países; **TAM**= Tamanho da empresa; **MTB** = *Market-to-Book*; **ROA**= Retorno sobre o Ativo; **ICL**= Investimentos de capital líquidos; **END** = Endividamento; **SEG**= Segmento de Negócios; **HHI**: Índice de Herfindal - definido como uma métrica de concentração de mercado baseado no nível de vendas.

Nota: Nível de significância: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Fonte: Elaborada pela autora

Conforme se pode observar na Tabela 7, os resultados mostram como as variáveis independentes, incluindo QIC1, QIC2, AIP, TAM, MTB, ROA, ICL, END, SEG e HHI, afetam as empresas quanto ao risco sistemático.

Inicialmente a variável tamanho (TAM) mostrou-se negativamente relacionada com a variável que mensura a sensibilidade do risco sistemático, indo contra aos estudos de Amorim et al. (2012) e Xing e Yan (2019). Esses resultados podem indicar uma grande crença de que empresas maiores podem estar associadas a uma menor exposição ao risco sistemático.

As variáveis Endividamento (END) e Índice de Herfindal (HHI) obtiveram resultados semelhantes e esperados, mostrando-se positivamente relacionados com o risco sistemático. Neste ponto, pode-se entender que tanto o endividamento quanto o índice de Herfindal são, proporcionalmente, relacionados com o mercado. O HHI representará uma medida da concentração do mercado e da concorrência entre os participantes no mercado; caso o risco seja elevado, a concorrência tende a diminuir tanto quanto a participação do mercado. Bem como os achados encontrados nos estudos de Low (2009) e Xing e Yan (2019), que apresentam associação positiva com o risco sistemático. Da mesma forma, o coeficiente positivo para END (Endividamento) indica que um aumento no endividamento está associado a um aumento a sensibilidade quanto ao risco sistemático. Isso significa que empresas mais endividadas podem ser consideradas mais arriscadas em termos de risco sistemático. (Amorim et al., 2012).

De um ponto de vista simples, tanto profissional quanto não profissional, investidores têm foco acentuado em desempenho empresarial e lucratividade. Portanto, para as empresas, os valores dos lucros e das perdas são temas de interesse para muitos investidores, pois, quando a rentabilidade de uma empresa está crescendo, ela está apta para expandir suas operações, melhorar sua posição, receber mais fluxos de caixa e pagar dividendos mais altos.

Nesse sentido, é devido ao relacionamento entre as informações contábeis e o preço das ações ordinárias no mercado e com base nas hipóteses do mercado eficiente, que diversos tipos de pesquisa sustentam a ideia de que o retorno sobre o ativo e o risco sistemático são correlacionados (Rezaei & Heydari, 2021). Na presente pesquisa, verificou-se o coeficiente negativo e estatisticamente significativo do retorno sobre o ativo inferindo que um aumento no ROA está associado a uma redução no risco sistemático das empresas. Isso significa que empresas com retornos mais elevados sobre seus ativos tendem a apresentar um menor nível de risco sistemático. De acordo com as pesquisas de Low (2009) e Xing e Yan (2019), a

variável do retorno sobre o ativo totais mostrou-se significativamente negativa ao associar-se ao risco.

Essa relação faz sentido do ponto de vista econômico, pois empresas com desempenho financeiro sólido, representado por um ROA mais elevado, geralmente são consideradas menos arriscadas pelos investidores. Isso pode ocorrer porque empresas lucrativas têm mais recursos para enfrentar situações adversas e são percebidas como menos suscetíveis a flutuações econômicas. Portanto, o ROA é um indicador positivamente relacionado à qualidade da empresa em termos de gerenciamento de ativos e eficiência operacional, e essa qualidade está associada a um menor nível de risco sistemático.

Além disso, quando avaliada a associação da qualidade da informação contábil na exposição ao risco sistemático, pode-se perceber que a primeira métrica de qualidade se mostrou estatisticamente significativa ao nível de 10%, no entanto, quando avaliado pela segunda medida de qualidade, evidenciou-se significância de 1%, além de apresentar um valor maior (maior risco). O coeficiente positivo e estatisticamente significativo de QIC1 sugere que um aumento na qualidade da informação contábil, conforme mensurado pelo modelo Dechow e Dichev (2002), está associado a um aumento na exposição do risco sistemático das empresas. Isso pode parecer contraintuitivo, já que geralmente é esperado que uma melhor qualidade da informação contábil esteja relacionada a uma redução da sensibilidade ao risco. No entanto, isso pode indicar que, em determinadas circunstâncias, empresas com informações contábeis mais transparentes podem estar mais expostas a riscos específicos de mercado ou setor.

Com relação a segunda mensuração, o coeficiente positivo e estatisticamente significativo de QIC2 também sugere que um aumento na qualidade da informação contábil, conforme mensurado pelo modelo Jones Modificado (2011), está associado a um aumento na exposição do risco sistemático das empresas. Novamente, isso pode parecer contraintuitivo, pois espera-se que uma melhoria na qualidade das informações contábeis esteja relacionada a uma redução no risco. Uma interpretação possível é que empresas que fazem esforços para melhorar a qualidade da informação contábil podem estar em setores ou mercados mais voláteis, o que contribui para um aumento no risco sistemático.

Em resumo, os resultados da análise sugerem que, sob as condições específicas deste estudo, um aumento na qualidade da informação contábil, seja medida pelo modelo Dechow e Dichev (QIC1) ou pelo modelo Jones Modificado (QIC2), está associado a um aumento no risco sistemático das empresas.

Ainda com relação ao apresentado na Tabela 7, observa-se que o risco sistemático apresenta um valor positivo e uma significância de 1%. Esse achado traz a evidência de um maior risco sistemático para empresas que possuem maior qualidade na informação contábil. Com as métricas da qualidade da informação contábil não foi possível validar a primeira hipótese de pesquisa, uma vez que a qualidade das informações contábeis se mostrou positivamente relacionada na exposição das empresas ao risco sistemático nos países emergentes. O resultado apresentado na Tabela 7 evidencia que empresas com qualidade maior das informações contábeis possuem maior risco sistemático, o que pode ser conferido pelas pesquisas de Esaley e O'Hara (2004) e Core et al. (2015), em que a primeira traz como justificativa para o fato a redução de custo de capital e o incremento de informação, enquanto a segunda justifica com o aumento da transparência.

Apesar de parecer descontraído os resultados, existem explicações que podem indicar que uma qualidade da informação contábil positiva aumente a exposição das empresas ao risco. Em primeiro lugar mercados mais eficientes, empresas com melhor qualidade da informação contábil podem estar operando em mercados mais eficientes, onde informações são refletidas de forma mais rápida nos preços dos ativos, aumentando a volatilidade e, conseqüentemente, os níveis de risco sistemático. Outra associação pode ser feita através das diferenças setoriais, pode-se haver diferenças significativas entre setores de negócios. Alguns setores podem naturalmente ter uma maior exposição ao risco, independentemente da qualidade da informação contábil.

As métricas da qualidade da informação contábil possuem valor positivo e significância aliada a um valor positivo do risco sistemático, ao contrário do estudo do Xing e Yan (2019), que auferiram resultados para o mercado americano, com valores negativos da qualidade da informação contábil.

Os coeficientes para cada país indicam como o risco sistemático é afetado por fatores específicos desse país. Tendo como exemplo um coeficiente negativo para um país pode sugerir que as empresas desse país estão associadas a um risco sistemático mais baixo. Isso pode ter implicações econômicas relacionadas ao ambiente regulatório, estabilidade política ou características específicas do mercado desses países.

Com relação as *dummies* dos países, os resultados do Modelo 4, detalhados na Tabela 7, indicam que nem todos os países emergentes apresentaram significância em relação à qualidade da informação contábil e o risco sistemático. Desse modo, destacam-se, com nível de significância de 1%, a África do Sul, Malásia e a China, demonstrando diferença negativa

e significativa em relação aos demais países da amostra, podendo se inferir que, nesses países, a qualidade da informação contábil está negativamente associada com o risco sistemático.

Esses resultados se mostram contrários ao esperado, tendo em vista que, na estatística descritiva, os países Grécia e Qatar apresentaram alto ambiente informacional, embora, ao associar com as métricas da qualidade da informação contábil e o risco de mercado, não apresentaram relevância para os resultados, de acordo com o modelo apresentado.

Os resultados para a segunda hipótese de pesquisa, com o propósito de testar se a associação entre a qualidade da informação contábil e a exposição ao risco sistemático se diferenciam negativamente entre os países emergentes, estão dispostos na Tabela 8.

Tabela 8 - Análise de Regressão para testar (H₂)

$$(5) RS_{it} = \alpha_i + \beta_1 QIC_{it} + \beta_2 AIP_{it} + (\beta_3 QIC_{it} * AIP_{it}) + (\beta_4 QIC_{it} * AIP_{it} * País_{it}) + \sum_j \beta_j \text{contr} \varepsilon_i$$

| | Variável Dependente: RS | |
|------|--------------------------------|----------------------|
| | Efeitos Aleatórios | |
| | (1) | (2) |
| QIC1 | 0.002*** (0.001) | |
| QIC2 | | 0.005*** (0.003) |
| AIP | 0.004*** (0.001) | 0.004*** (0.001) |
| TAM | 0.019*** (0.002) | 0.012*** (0.002) |
| MTB | -0.005* (0.002) | -0.006*** (0.002) |
| ROA | 0.021** (0.003) | 0.020*** (0.003) |
| ICL | -0.035*** (0.003) | -0.058*** (0.003) |
| END | -0.113** (0.009) | -0.107* (0.009) |

| | | |
|-----------------------------------|----------------------|---------------------|
| SEG | 0.009** (0.004) | 0.009** (0.004) |
| HHI | 0.001*** (0.007) | 0.002*** (0.009) |
| QIC1:AIP | -0.004** (0.001) | |
| QIC2:AIP | | 0.003*** (0.001) |
| QIC1: AIP: África do Sul | -3.051 (1.883) | |
| QIC2: AIP: África do Sul | | -3.174 (1.883) |
| QIC1: AIP: Arábia Saudita | -3.167 (3.197) | |
| QIC2: AIP: Arábia Saudita | | -3.086 (8.759) |
| QIC1: AIP: Brasil | -2.414 (9.606) | |
| QIC2: AIP: Brasil | | 1.918 (9.651) |
| QIC1: AIP: China | -3.492 (6.155) | |
| QIC2: AIP: China | | -4.602 (4.137) |
| QIC1: AIP: Colômbia | -3.979 (6.276) | |
| QIC2: AIP: Colômbia | | -5.892 (6.276) |
| QIC1: AIP: Coreia do Sul | -7.361 (5.869) | |
| QIC2: AIP: Coreia do Sul | | 1.279 (5.131) |
| QIC1: AIP: Egito | -5.969 (9.465) | |
| QIC2: AIP: Egito | | 1.108 (8.156) |
| QIC1: AIP: Emirados Árabes Unidos | -3.001 (2.078) | |
| QIC2: AIP: Emirados Árabes Unidos | | -3.386 (2.080) |
| QIC1: AIP: Grécia | 6.420 (9.601) | |
| QIC2: AIP: Grécia | | 3.184* (9.602) |
| QIC1: AIP: Índia | -4.589*** (5.522) | |
| QIC2: AIP: Índia | | -5.192 (5.553) |
| QIC1: AIP: Indonésia | -4.193 | |

| | | |
|-------------------------|---------------------|----------------------|
| | (5.313) | |
| QIC2: AIP: Indonésia | | -3.649*** (5.314) |
| QIC1: AIP: Kuwait | -3.660 (1.420) | |
| QIC2: AIP: Kuwait | | -5.467 (1.421) |
| QIC1: AIP: Malásia | -6.255* (7.147) | |
| QIC2: AIP: Malásia | | -5.281 (7.164) |
| QIC1: AIP: México | -6.516 (1.065) | |
| QIC2: AIP: México | | -3.585 (1.065) |
| QIC1: AIP: Peru | -2.616 (4.976) | |
| QIC2: AIP: Peru | | -5.504 (4.976) |
| QIC1: AIP: Qatar | 5.923* (1.701) | |
| QIC2: AIP: Qatar | | 5.567* (1.706) |
| QIC1: AIP: Taiwan | -4.998 (4.070) | |
| QIC2: AIP: Taiwan | | 6.094 (6.041) |
| QIC1: AIP: Turquia | 2.572 (3.568) | |
| QIC2: AIP: Turquia | | 3.891 (3.161) |
| Constante | 0.973*** (0.027) | 0.953** (0.027) |
| Observações | 202,193 | 202,193 |
| R ² | 0.011 | 0.012 |
| R ² Ajustado | 0.011 | 0.012 |
| Estatística F | 1.618*** | 1.908*** |

Nota: Esse modelo realiza a interação entre a qualidade da informação contábil e o Índice Ambiente de Informação dos Países (AIP).

RS= é a métrica para risco sistemático, calculada com base no modelo de três fatores; **QIC1**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Dechow e Dichev (2002); **QIC2**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Jones Modificado (1991); **AIP**= Ambiente Informacional dos países; **TAM**= Tamanho da empresa; **MTB** = *Market-to-Book*; **ROA**= Retorno sobre o Ativo; **ICL**= Investimentos de capital líquidos; **END** = Endividamento; **SEG**= Segmento de Negócios; **HHI**: Índice de Herfindal - definido como uma métrica de concentração de mercado baseado no nível de vendas.

Nota: Nível de significância: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Fonte: Elaborada pela autora

Em ambas as estimações, observou-se o índice de ambiente de informações dos países (AIP) como variável independente e como variável de interação com a qualidade da informação contábil, para explicar o risco sistemático, representado pela variável RS, como variável dependente. Além disso, verificou-se a interação tripla entre a qualidade da informação contábil, o índice do ambiente informacional e a variável dos países.

Desse modo, os achados demonstram que o índice AIP apresenta coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1% para explicar a relação entre o ambiente de informação dos países e o risco sistemático nos países emergentes. Assim, o coeficiente positivo para AIP sugere que, à medida que o ambiente informacional de um país melhora, o RS tende a aumentar. Isso pode ser explicado pelo fato de que em países com melhores ambientes informacionais, os investidores podem tomar decisões de investimento mais informadas, o que pode resultar em maior atividade de negociação e volatilidade nos mercados financeiros.

Quando se trata da interação entre a qualidade da informação contábil e o ambiente de informações, nota-se que a interação obteve evidências estatisticamente positiva e significativa ao nível de 1% quando mensurada pelo modelo Jones Modificado (QIC2). Esse resultado vai ao encontro da literatura (Takamatsu & Fávero, 2017; Martins & Barros, 2021), existindo evidências de que um melhor ambiente de informações dos países, com redução da assimetria informacional, impacta positivamente a qualidade das informações. Em relação ao modelo de Dechow e Dichev (QIC1) constatou-se uma relação negativa e significativa ao nível de 1%.

O modelo (5) buscou responder a segunda hipótese de pesquisa, verificando se o ambiente informacional dos países afeta negativamente a relação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático nos países emergentes. Como observado na Tabela 8, a interação entre a qualidade da informação contábil (QIC1) e o ambiente informacional apresentou valor negativo e significância estatística. No entanto, a interação entre a qualidade da informação contábil (QIC2) e o ambiente informacional apresentou valor positivo e significância estatística. Nesse sentido, além da exposição ao risco sistemático nas empresas ser positivo, demonstrou significância estatística. Interpreta-se que o ambiente informacional está relacionado com relatórios financeiros de qualidade, confirmando a significância do risco de mercado em relação a sensibilidade das empresas, apresentando valor positivo, podendo-se extrair que pode vir a sofrer alterações de acordo com o ambiente informacional dos países.

Nesta pesquisa, foi realizada uma tripla interação entre a qualidade da informação contábil, o índice AIP e a *dummy* de países, para investigar a interação do ambiente

informativa e a qualidade da informação contábil em cada país da amostra e avaliar se essa interação impactar negativamente a relação entre a qualidade da informação e a exposição das empresas ao risco sistemático.

Como analisado anteriormente, na Tabela 6, referentes à análise descritiva das variáveis, os países com maiores valores em relação ao ambiente informativo foram a Grécia e o Qatar. Na Tabela 8, é possível inferir que, quanto maior o ambiente informativo maior a relação positiva da qualidade da informação contábil. Essa informação é demonstrada com a significância estatística positiva de 10% desses países.

Ainda com relação ao apresentado na Tabela 8, percebe-se, na variável de interação entre a qualidade da informação contábil (QIC1) e o ambiente informativo dos países (AIP), uma relação negativa e não significativa para explicar a qualidade das informações contábeis nos países emergentes. Os achados relacionados a essa variável de interação indicam que, nos países da amostra, quando o ambiente informativo está associado à qualidade da informação contábil, mensurada pelo *accruals* discricionários, ele apresenta conteúdo informativo para explicar a diminuição nos níveis de risco sistemático. Com isso, esses resultados podem indicar que o ambiente de informações pode influenciar tanto a qualidade da informação contábil quanto o risco sistemático.

Como se observou, contudo, os países emergentes oferecem, ao mesmo tempo, mais oportunidades para diversificar investimentos, dada a elevada relação risco/retorno oferecida, conforme apontam os resultados obtidos das variáveis risco sistemático (RS) e retorno sobre o ativo (ROA). Investidores nesses mercados emergentes enfrentam maiores custos, além da assimetria de informações, iliquidez, riscos sistemáticos e pouca proteção para o investidor, fazendo com que os investidores busquem maior qualidade da informação contábil para a tomada de decisões dos seus negócios. Nesse sentido, a qualidade da informação contábil contribui para o fornecimento de informações, e esse fornecimento tem papel importante na eficiência dos mercados (Jensen & Meckling, 1976).

Por fim, com base nos resultados apresentados na Tabela 8, pode-se fazer algumas observações e discussões sobre a qualidade da informação contábil devido à complexidade da relação, os resultados sugerem que a relação entre qualidade da informação contábil (QIC1 e QIC2) e risco sistemático (RS) não é direta. Isso significa que, à medida que a qualidade da informação contábil aumenta, o risco sistemático não diminui necessariamente. Isso pode ocorrer devido ao ambiente informativo dos países, representado pela variável AIP. Em países com ambientes informativos melhores, a qualidade da informação contábil pode ser mais relevante para os investidores, levando a uma maior sensibilidade ao risco sistemático.

Entretanto, a em mercados financeiros complexos, a qualidade da informação contábil pode não ser o único fator que influencia o risco. Outros fatores, como tamanho da empresa, retorno sobre o ativo e endividamento, também podem desempenhar papéis significativos.

Como análise adicional, este estudo realizou uma análise com um subgrupo, retirando da amostra os países China e Índia, devido à alta representatividade. Assim, optou-se por uma análise adicional com a exclusão desses países com o intuito de verificar se os resultados obtidos anteriormente sofreriam alterações. Dessa forma, foram estimadas as Equações 4 e 5 com a amostra sem as observações da China e Índia, elaborando-se a Tabela 9 para a apresentação dos resultados obtidos com o modelo (4).

Tabela 9 – Análise Adicional sem China e Índia

$$(4) RS_{it} = \alpha_i + \beta_1 QIC_{it} + \beta_2 AIP_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + País_{it} + \varepsilon_i$$

| Variável Dependente: RS | | |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|
| Efeitos Aleatórios | | |
| | (1) | (2) |
| QIC1 | 0.003*** (0.001) | |
| QIC2 | | 0.004*** (0.005) |
| AIP | -0.002 (0.001) | -0.002 (0.001) |
| TAM | -0.074*** (0.005) | -0.060*** (0.005) |
| MTB | -0.003*** (0.004) | -0.004*** (0.004) |
| ROA | -0.009 (0.008) | -0.008 (0.008) |
| ICL | 0.086*** (0.008) | 0.050*** (0.010) |
| END | 0.108*** (0.019) | 0.096*** (0.019) |
| HHI | 0.004*** | 0.007*** |

| | | |
|------------------------|----------------------|----------------------|
| | (0.001) | (0.001) |
| SEG | 0.014** (0.006) | 0.013** (0.006) |
| África do Sul | -2.456* (1.176) | -4.256*** (1.847) |
| Arábia Saudita | 4.477 (8.543) | 3.541 (8.453) |
| Brasil | 1.473 (6.814) | 1.076 (6.421) |
| Colômbia | -4.465 (9.655) | -2.455 (6.456) |
| Coreia do Sul | -4.279 (6.276) | -6.547 (9.177) |
| Egito | -3.445 (5.042) | -3.670 (8.584) |
| Emirados Árabes Unidos | -3.530 (4.466) | -4.046 (2.077) |
| Grécia | 1.749 (8.844) | 1.114 (8.874) |
| Indonésia | -4.759 (2.547) | -4.441 (4.310) |
| Kuwait | -3.765 (1.414) | -3.678 (1.178) |
| Malásia | -4.279*** (4.412) | -3.249*** (4.746) |
| México | -8.242 (1.017) | -9.341 (1.027) |
| Peru | -3.497 (4.983) | -4.704 (7.043) |
| Qatar | -2.843 (1.641) | -2.258 (4.641) |
| Taiwan | -6.446 (1.365) | -6.968 (1.447) |
| Turquia | -3.575 | -2.045 |

| | | |
|-------------------------|---------------------|---------------------|
| | (3.223) | (3.742) |
| Constante | 1.758*** (0.049) | 1.160*** (0.049) |
| Observações | 196.241 | 196.241 |
| R ² | 0.015 | 0.016 |
| R ² Ajustado | 0.015 | 0.016 |
| Estatística F | 8.815*** | 9.257*** |

Nota: Esse modelo é uma análise adicional que busca verificar a amostra sem a China e a Índia.

RS= é a métrica para risco sistemático, calculada com base no modelo de três fatores; **QIC1**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Dechow e Dichev (2002); **QIC2**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Jones Modificado (1991); **AIP**= Ambiente Informacional dos países; **TAM**= Tamanho da empresa; **MTB** = *Market-to-Book*; **ROA**= Retorno sobre o Ativo; **ICL**= Investimentos de capital líquidos; **END** = Endividamento; **SEG**= Segmento de Negócios; **HHI**: Índice de Herfindal - definido como uma métrica de concentração de mercado baseado no nível de vendas.

Nota: Nível de significância: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Fonte: Elaborada pela autora.

Em suma, segundo se verifica pela Tabela 9, os resultados no modelo (4) se mantiveram inalterados em relação à QIC, com uma leve melhora no R², seguindo a mesma tendência observada para toda a amostra do estudo, apresentada no último modelo estimado. Como última estimação com o modelo (5) sem a China e Índia, apresenta-se a Tabela 10.

Tabela 10 - Análise de Regressão com a interação do Ambiente Informacional dos países sem China e Índia.

$$(5) RS_{it} = \alpha_i + \beta_1 QIC_{it} + \beta_2 AIP_{it} + (\beta_3 QIC_{it} * AIP_{it}) + (\beta_4 QIC_{it} * AIP_{it} * País_{it}) + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_i$$

| | Variável Dependente: RS | |
|------|--------------------------------|----------------------|
| | Efeitos Aleatórios | |
| | (1) | (2) |
| QIC1 | 0.002** (0.001) | |
| QIC2 | | 0.001*** (0.001) |
| AIP | -0.003** (0.001) | -0.002* (0.001) |
| TAM | -0.060*** (0.005) | -0.045*** (0.004) |

| | | |
|-----------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| MTB | -0.003*** (0.0004) | -0.004*** (0.0004) |
| ROA | -0.036*** (0.007) | -0.021*** (0.008) |
| ICL | 0.002 (0.001) | -0.003*** (0.001) |
| END | 0.112*** (0.019) | 0.092*** (0.019) |
| SEG | 0.014** (0.006) | 0.013* (0.006) |
| HHI | 0.020*** (0.042) | 0.001*** (0.043) |
| QIC1:AIP | 0.001* (0.001) | |
| QIC2:AIP | | -0.001 (0.001) |
| QIC1: AIP: África do Sul | -1.512 (1.173) | |
| QIC2: AIP: África do Sul | | -1.724 (7.024) |
| QIC1: AIP: Arábia Saudita | -4.167 (3.797) | |
| QIC2: AIP: Arábia Saudita | | -3.456 (8.779) |
| QIC1: AIP: Brasil | 1.746 (3.211) | |
| QIC2: AIP: Brasil | | 1.527** (4.746) |
| QIC1: AIP: Colômbia | -4.718 (3.755) | |
| QIC2: AIP: Colômbia | | -3.370 (2.381) |
| QIC1: AIP: Coreia do Sul | -2.361 (3.867) | |
| QIC2: AIP: Coreia do Sul | | 1.119 (4.171) |
| QIC1: AIP: Egito | -5.119 (9.355) | |
| QIC2: AIP: Egito | | 4.108 (7.157) |
| QIC1: AIP: Emirados Árabes Unidos | -9.347 (1.948) | |

| | | |
|-----------------------------------|-------------------|--------------------|
| QIC2: AIP: Emirados Árabes Unidos | | -5.110 (4.671) |
| QIC1: AIP: Grécia | 1.770* (4.777) | |
| QIC2: AIP: Grécia | | 3.184 (3.686) |
| QIC1: AIP: Indonésia | -3.729 (1.442) | |
| QIC2: AIP: Indonésia | | -4.286 (1.880) |
| QIC1: AIP: Kuwait | 8.143 (3.422) | |
| QIC2: AIP: Kuwait | | 4.744** (9.626) |
| QIC1: AIP: Malásia | 2.193 (4.445) | |
| QIC2: AIP: Malásia | | 2.478 (2.417) |
| QIC1: AIP: México | 7.473 (5.545) | |
| QIC2: AIP: México | | -2.142 (6.045) |
| QIC1: AIP: Peru | -1.440 (4.138) | |
| QIC2: AIP: Peru | | 2.359 (6.443) |
| QIC1: AIP: Qatar | 1.421 (1.474) | |
| QIC2: AIP: Qatar | | 1.412* (1.079) |
| QIC1: AIP: Taiwan | -4.118 (4.020) | |
| QIC2: AIP: Taiwan | | 6.074 (6.031) |
| QIC1: AIP: Turquia | 2.541 (3.468) | |
| QIC2: AIP: Turquia | | 3.191 (3.167) |
| Constante | 1.130 (2.141) | 2.737 (2.173) |
| Observações | 196.241 | 196.241 |
| R ² | 0.013 | 0.015 |
| R ² Ajustado | 0.013 | 0.015 |
| Estatística F | 6.545*** | 9.456*** |

Nota: Esse modelo é uma análise adicional que busca verificar a amostra sem a China e Índia.

RS= é a métrica para risco sistemático, calculada com base no modelo de três fatores; **QIC1**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Dechow e Dichev (2002); **QIC2**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Jones Modificado (1991); **AIP**= Ambiente Informacional

dos países; **TAM**= Tamanho da empresa; **MTB** = *Market-to-Book*; **ROA**= Retorno sobre o Ativo; **ICL**= Investimentos de capital líquidos; **END** = Endividamento; **SEG**= Segmento de Negócios; **HHI**: Índice de Herfindal - definido como uma métrica de concentração de mercado baseado no nível de vendas.

Nota: Nível de significância: * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Fonte: Elaborada pela autora.

Similarmente da estimação apresentada na Tabela 9, a estimação exposta na Tabela 10 apresenta um resultado parecido com o da análise da amostra contendo China e Índia. Primeiro, a variável (QIC2) com mensuração dos *accruals* anormais apresenta valor positivo, sendo possível confirmar o estudo de Soderstrom e Sun (2007) no qual é apontado que a mensuração pelo modelo Jones Modificado (1991) tem resultados positivos com amostras menores.

Apesar de China e Índia terem maior número de empresas da amostra, verifica-se que o resultado para qualidade da informação contábil (QIC1) mantém-se o mesmo apresentado na Tabela 7 na qual constam todos os países da amostra, em relação à significância e aos sinais das variáveis.

Desse modo, observa-se que pouco ainda se sabe sobre o ambiente de informações em países emergentes e/ou sobre a associação da qualidade da informação contábil com o risco de mercado, confirmando assim a necessidade de pesquisas que busquem verificar a associação nesses mercados, dadas as suas características peculiares, se comparadas com a dos mercados desenvolvidos.

4.3.2 Resultado da Análise do Teste de Robustez

Como análise adicional para verificar a robustez, nesta pesquisa, realizou-se uma análise separando os 100 menores valores do beta que capta a sensibilidade da exposição das empresas ao risco sistemático para cada ano da amostra, pois, assim, as medidas de classificação não variam com a volatilidade do mercado. Em essência, as medidas de classificação servem para comparar o valor absoluto dos betas da empresa em um único ano. Os resultados obtidos nesta análise são apresentados na Tabela 11.

Tabela 11 – Regressão do risco sistemático e qualidade da informação contábil

| Variável dependente: RS | |
|--------------------------------|-----|
| Efeitos Aleatórios | |
| (1) | (2) |
| | |

| | | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|
| QIC1 | -0.003*** (0.001) | |
| QIC2 | | 0.002*** (0.003) |
| Constante | 0.993 *** (0.011) | 0.994 *** (0.011) |
| Observações | 202.139 | 202.139 |
| R ² | 0.003 | 0.003 |
| R ² Ajustado | 0.003 | 0.003 |
| Estatística F | 26.484*** | 41.363*** |

Nota: Esse modelo realiza o teste de robustez, utilizando os 100 melhores valores do risco sistemático para cada ano da amostra.

RS= é a métrica para risco sistemático, calculada com base no modelo de três fatores; **QIC1**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Dechow e Dichev (2002); **QIC2**= Qualidade da Informação Contábil, mensurada com base no modelo Jones Modificado (1991).

Nota: Nível de significância: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Fonte: Elaborada pela autora

Na Tabela 11, resumem-se os resultados da regressão utilizando a variável beta, em relação ao impacto da qualidade das informações contábeis nos níveis de risco sistemático. As especificações do modelo em relação a qualidade da informação contábil mensurada pelo Dechow e Dichev (2002) (QIC1), o coeficiente estimado para (QIC1) é negativo (-0.003) e estatisticamente significativo em 1%. Isso significa que um aumento na qualidade da informação contábil medida pelo primeiro modelo está associado a uma diminuição da exposição ao risco sistemático (RS). Portanto, quanto melhor for a qualidade da informação contábil pelo modelo (QIC1), menor será o nível de risco sistemático nos países emergentes.

Por outro lado, a qualidade da informação contábil pelo modelo Jones Modificado (2011), o coeficiente estimado para (QIC2) é positivo (0.002) e estatisticamente significativo no valor de 1%. Isso indica que um aumento na qualidade da informação contábil medida pelo modelo Jones Modificado está associado a um aumento no nível de risco sistemático (RS). Portanto, quanto melhor for a qualidade da informação contábil pelo modelo (QIC2), maior será o nível de risco sistemático nos países emergentes.

Por fim, com base nos resultados da análise de regressão, qualidade da informação contábil (QIC1) tem uma relação negativa com o risco sistemático, sugerindo que empresas com informações contábeis de melhor qualidade tendem a ter menor exposição ao risco

sistemático. Em contraste, a qualidade da informação (QIC2) tem uma relação positiva com o risco sistemático, indicando que empresas com informações contábeis de melhor qualidade tendem a ter maior exposição ao risco sistemático. Enfim, a Tabela 11 resume os resultados da estimação da regressão quanto à relação de interesse, indo na mesma direção aos achados de Xing e Yan (2019), que apontam uma relação positiva entre qualidade da informação contábil e uma maior exposição ao risco sistemático.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar como a interação entre o ambiente informacional do país e a qualidade da informação contábil está associada a sensibilidade ao risco sistemático das empresas sediadas em países emergentes. Para responder à questão de pesquisa foi empregado o método de regressão dados em painel com efeitos aleatórios. Dessa forma, foram coletados os dados de empresas não financeiras, cujos mercados emergentes compõem o índice *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) para países emergentes, o que representou uma amostra de 11.586 empresas, cujos dados, do período de 2000 a 2021, foram analisados, totalizando 202.193 observações.

A partir do resultado das regressões estimadas, o estudo rejeitou a primeira hipótese de pesquisa. Primeiro, foi possível constatar que a qualidade da informação contábil, mensurada com base no modelo Dechow e Dichev (2002) e modelo de Jones Modificado (1991), possui associação positiva e significativa com o risco sistemático nos mercados emergentes. Dessa forma, o estudo obteve evidências da rejeição da primeira hipótese de pesquisa, no estudo constata-se a relação positiva da qualidade da informação contábil com a exposição das empresas ao risco de mercado. Nesse contexto, infere-se que a variável que mensura a sensibilidade do risco sistemático nas empresas apresenta uma relação explicativa com a qualidade da informação contábil nos mercados emergentes, bem como que os relatórios de alto padrão, que disseminam as informações, desempenham um papel importante nesses mercados, influenciando, de maneira significativa, a tomada de decisão por parte dos investidores.

Ademais, este estudo também obteve evidências de que variáveis que controlam o nível da empresa, quando associadas a exposição ao risco sistemático, ao tamanho e ao retorno do ativo, possuem papel importante nesses mercados, corroborando o encontrado anteriormente (Amorim et al., 2012; Xing & Yan, 2019; Rezaei & Heydari, 2021), inclusive

para os países emergentes (Khoufi, 2020), em estudos que evidenciaram as informações contábeis e o risco de mercado.

Ao verificar se o ambiente informacional dos países afeta negativamente a relação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático nos países emergentes, o estudo obteve evidências estatísticas fracas, não sendo, portanto, possível confirmar a segunda hipótese de pesquisa.

Com base nesses resultados não é possível conjecturar se as características do ambiente de informações dos países são percebidas pelo mercado, e que fatores, como os padrões contábeis e os indicadores de governança em nível país, podem aumentar ou diminuir incertezas no que diz respeito a sensibilidade do risco sistemático, de forma que melhores indicadores de governança ou adoção de padrões contábeis contribuiriam para a qualidade das informações mais acuradas em países emergentes, uma vez que buscam reduzir problemas como a assimetria de informações nesses países.

Destaca-se a importância da qualidade da informação contábil como um fator que influencia nos níveis do risco sistemático, porém o risco sistemático é um constructo complexo e que não pode ser totalmente explicado pelas variáveis incluídas nos modelos, já que é afetado por múltiplos fatores. Certamente, essas descobertas têm implicações significativas para investidores, empresas e reguladores, ressaltando a necessidade de considerar a qualidade da informação contábil ao avaliar e gerenciar o risco em contextos de investimento. No entanto, é crucial reconhecer que o risco sistemático é afetado por uma variedade de variáveis e dinâmicas, e essa pesquisa representa apenas um passo na compreensão desse fenômeno multifacetado.

Em suma, este estudo teve como principal contribuição preencher o hiato existente acerca da capacidade preditiva da associação da qualidade da informação contábil com a exposição do risco sistemático das empresas nos países emergentes, bem como analisar o impacto do ambiente informacional na associação proposta nesses mercados, apresentando evidências de que a qualidade das informações é um fator importante do risco nos mercados emergentes. Desse modo, entende-se que a qualidade dos relatórios auxilia os investidores na tomada de decisão sobre investimentos e contribui para a eficiência desses mercados.

Os resultados da presente pesquisa, ainda, abrangem os achados de Amorim et al. (2012) e Xing e Yan (2019), uma vez que, além de analisar um maior conjunto de países emergentes, utilizou-se um modelo com duas métricas para avaliar a qualidade da informação contábil e apontar evidências mais claras com relação ao risco sistemático, bem como quando considerados aspectos do ambiente informacional desses países (Martins & Barros, 2021).

Por fim, salienta-se que não se deve generalizar os achados desta pesquisa para todos os mercados emergentes, pois os resultados aqui encontrados estão delimitados ao período utilizado como análise (2000 a 2021), bem como à amostra, que utilizou como base os países que compõem o MSCI. Nesse sentido, destacam-se algumas outras limitações de ordem amostral, principalmente em relação às variáveis relacionadas com o risco sistemático, que pode ser mensurado de outras formas a depender da amostra utilizada, sendo também um dos determinantes para a redução do quantitativo de empresas analisadas. Além disso, a qualidade da informação contábil pode também ser mensurada de forma diferente da utilizada nesta pesquisa.

Como sugestões para a continuação desta pesquisa, indica-se verificar a associação da qualidade da informação contábil e a exposição do risco sistemático nas empresas, utilizando algum outro método de análise, como também, verificando a influência de outros aspectos do ambiente informacional dos países, como o nível de inadimplência do país e variáveis macroeconômicas. Sugere-se, também, realizar comparações dos resultados aqui evidenciados dos países emergentes com os mercados desenvolvidos.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>
- Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.
- Almendra, R. S., Vasconcelos, A. C., Silva, R. B., & De Luca, M. M. M. (2018). Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(3), 73-91.
- Amorim, A. L. G. C., Lima, I. S., & Murcia, F. D-R. (2012). Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade Financeira*, USP, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 199-211.
- Armstrong, C. S., Banerjee, S., & Corona, C. (2013). Factor-loading uncertainty and expected returns. *Rev Financ Stud* 26:158–207.
- Assaf Neto, A. (2005). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.
- Babenko, I., Boguth, O., & Tserlukevich, Y. (2016). Idiosyncratic cash flows and systematic risk. *J Finance* 71:425–456.

- Banco Mundial. The Worldwide Governance Indicators (WGI) Project. Disponível em: <<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc>>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, v.46, n.3, p.467-498.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Conrad, J. (2011). The effects of derivatives on firm risk and value. *J Financ Quant Anal* 46:967–999.
- Beaver, W., Kettler, P., & Scholes, M. (1970). The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lyz, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2-3, p. 296-343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2012). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *Accounting Review*, v. 87, n. 2, p. 449–482.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, v. 78, n. 3, p. 641-678.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, v. 81, n. 5, p. 963-982. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.963>
- Chen, J. Z., Lobo, G. J., & Zhang, J. H. (2017) Accounting Quality, Liquidity Risk, and Post-Earnings-Announcement Drift. *Contemporary Accounting Research*, vol. 34, n. 3 (Fall 2017) pp. 1649–1680 © CAAA doi:10.1111/1911-3846.12310.
- Chenhall, R. H. (2005). Integrative strategic performance measurement systems, strategic alignment of manufacturing, learning and strategic outcomes: An exploratory study. *Accounting, Organ. Soc.*, v. 30, n. 5, pp. 395–422.
- Cheyne, E. (2013). A theory of voluntary disclosure and cost of capital. *Rev Account Stud* 18:987–1020.
- Core, J. E., Hail, L., & Verdi, R. S. (2015). Mandatory disclosure quality, inside ownership, and cost of capital. *Eur Account Rev* 24:1–29.
- Damodaran, A. (2005). *A avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Dechow, P. M. (1994). *Accounting earnings and cash flows as measures*. Working Paper, 18 (1), 3-42.
- Dechow, P., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, v. 77, n.4, p. 35-59.

- Dechow, P. M., & Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, p. 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Duarte, F. C. L., & Lucena, W. G. L. (2018). A qualidade da informação contábil e a precificação do retorno em excesso no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(35), 161–178. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n35p161>
- Duarte, F. C. L., Girão, L. F. A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando modelos lineares de value relevance: eles captam o que deveriam captar? *Revista de Administração Contemporânea*, 21(Edição Especial FCG), 110-134. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160202>
- Erb, C. B., Harvey, C. R & Viskanta T. E. (1996). *Expected Returns and Volatility in 135 Countries*, 28.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *J Financ Econ* 33:3–56.
- Fan, Q., & Zhang, X.-J. (2012). Accounting Conservatism, Aggregation, and Information Quality*: Accounting Conservatism, Aggregation, and Information Quality. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 38–56. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01069>
- Fathi, J. (2013). The determinants of the quality of financial information disclosed by French listed companies. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 4(2), p. 319-336. Doi: <https://doi.org/10.5901/mjss.2013.v4n2p319>
- Fatma, T., & Abdelwahed, O. (2010). Earnings quality and cost of equity capital: evidence from Tunisia. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, v. 2, n. 2, p. 161-176.
- Gaio, C. (2010). The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality round the world. *European Accounting Review*, 19(4), pp. 693-738. Doi: <http://dx.doi.org/10.1080/09638180903384643>
- G. Gibbs. (1973). Accounting Fundamentals: Guides to Human Judgment AU, *Account. Bus. Res.*, v. 3, n. 11, pp. 205–212, jun. 1973.
- Ghysels, E., Plazzi, A., & Valkanov, R. (2016). Why Invest in Emerging Markets? The Role of Conditional Return Asymmetry. *The Journal of Finance*, 71(5), 2145–2192. <https://doi.org/10.1111/jofi.12420>
- Goodman, T. H., Neamtiu, M., Shroff, N., & White, H. D. (2013). Management forecast quality and capital investment decisions. *The Accounting Review*. v. 89, n. 1, p. 331-365.
- Hoskisson, R. E., Eden, L., Lau, C. M., & Wright, M. (2000). Strategy In Emerging Economies. *Academy of Management Journal*, 43(3), 249–267. <https://doi.org/10.2307/1556394>

- Hou, K., Karolyi, G. A., & Kho, B. C. (2011). What factors drive global stock returns? *Review of Financial Studies*, 24(8), 2527-2574.
- Houqe, M. N. H., Van Zijl, T., Dunstan, K. & Karim, A. K. M. W. (2012). The effect of IFRS adoption and investor protection on earnings quality around the world. *The International Journal of Accounting*, 47(3), 333-355. doi: 10.1016/j.intacc.2012.07.003
- Isidro H., & Dias, J. G. (2017). Earnings quality and the heterogeneous relation between earnings and stock returns. *Rev Quant Finance Account* 49:1143–1165.
- Isidro, H., & Raonic, I. (2012). Firm incentives, institutional complexity and the quality of “harmonized” accounting numbers. *The International Journal of Accounting*, 47(4), pp. 407-436. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.10.007>
- Jacoby, G., Lee, G., P. A., & Wang, Y. (2019). Asset pricing with an imprecise information set. *Pacific-Basin Finance Journal* <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.10.001>
- Karagül, A., & Özdemir, A. (2012). Evaluation of Financial Information Quality Attributes: A Comparison from Turkey Arman. *International Journal of Business and Social Science*, v. 3, n. 23, p. 45-55.
- Khoufi, N. (2020). Accounting information quality and investment decisions in the emerging markets. *Front Manage Bus*, 2020, 1(1): 16-23 Doi: 10.25082/FMB.2020.01.004
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *J Account Res* 45:385–420.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-332. Doi: 10.1257/jel.46.2.285.
- Latif, A. S., & Shah, A. (2021). The impact of quality of accounting information on cost of capital: insight from an emerging economy. *Asian Economic and Financial Review* ISSN(e): 2222-6737 ISSN(p): 2305-2147 Doi: 10.18488/journal.aefr.2021.114.292.307 v. 11, n. 4, 292-307. © 2021 AESS Publications. All Rights Reserved. URL: www.aessweb.com
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, v. 38, n. 3, p. 91-124.
- Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525-622.

- Leventis, S., & Weetman, P. (2004). Timeliness of financial reporting: applicability of disclosure theories in an emerging capital market. *Accounting and Business Research*, v. 34, n. 1, p. 43–56.
- Linsley, P. M., & Shrides, P. J. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- Lopes, A. B. (2002). *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Tompson Learning.
- Martins, O. S., Barros, L. A. B. C. (2018). Influence of information Asymmetry and information environment on the information quality in emerging countries. In: *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, 18, São Paulo. Anais. São Paulo: FEA/USP.
- Martins, O. S., Barros, L. A. B. C. (2021). Firm Informativeness, Information Environment, and Accounting Quality in Emerging Countries. *The International Journal of Accounting* Vol. 56, No. 1 2150004. Board of Trustees, Vernon K. Zimmerman Center, University of Illinois DOI: 10.1142/S1094406021500049.
- Mazzioni, S., Diel, F. J., & Oliveira, J. M. (2016). Atributos da qualidade da informação contábil em empresas participantes do mercado acionário brasileiro. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(2), 230–253. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2016v19n2a4.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: a study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Patton, A. J., Verardo, M. (2012). Does Beta Move with News? Firm-Specific Information Flows and Learning about Profitability. *Published by Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies*. Doi:10.1093/rfs/hhs073.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.
- Peixoto, E. P. A., Martins, O. S. (2021). Value relevance of accounting and analysts' forecasts: does the emerging country's information environment matter? *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis. Universidade Federal de Santa Catarina. ISSN 2175-8069. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e79630>
- Perotti, P., & Wagenhofer, A. (2014). Earnings Quality Measures and Excess Returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, p. 545-571.
- Rezaei, M., & Heydari, E. (2021). Exploring the Effect of Accounting Information on Systematic Risk: An Empirical Evidence of Tehran Stock Exchange. *International Scholarly and Scientific Research & Innovation*. ISNI:0000000091950263

- Santos, W. C., Rodrigues, L. T., Lamounier, W. M. (2020). Qualidade da Informação Contábil Impacta o Custo da Dívida? Evidências de Firms não Financeiras da [B]³. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, 20, São Paulo. Anais. São Paulo: FEA/USP.
- Silva, M. D. O. P., & Machado, M. A. V. (2019). *Índice de sentimento textual: uma análise empírica do impacto das notícias sobre risco sistemático*. ISSN 2175-8069, UFSC, Florianópolis, v. 16, n. 40, p. 24-42, jul./set. 2019.
- Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS adoption and accounting quality: A review. *The European Accounting Review*, 16(4), 675-702. doi: 10.1080/09638180701706732
- Takamatsu, R. T. (2015). Indicadores contábeis, ambiente informacional de mercados emergentes e retorno das ações. Tese (Doutorado em Ciências) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Takamatsu, R. T., & Fávero, L. P. L. (2017). Opacidade das informações contábeis, adoção das normas internacionais e origem legal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 19, n. 66.
- Xing, X., & Yan, S. (2019). Accounting information quality and systematic risk. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 52, n. 1, p. 85–103, 2018. Recuperado: <https://link-springer-com.ez43.periodicos.capes.gov.br/article/10.1007/s11156-018-0703-z>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten-year perspective. *The Accounting Review*. v. 65.
- Waymond R., & Housel T. J. (1978). The Effects of Information and Cognitive Processes on Decision Making AU, *Account. Bus. Res.*, v. 18, n. 69, pp. 67–74, Dec. 1987.
- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., & Peng, M. W. (2005). Strategy research in emerging economies: challenging the Conventional Wisdom*. *Journal of Management Studies*, 42(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2005.00487>
- Zhai, J., & Wang, Y. (2016). Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 251–266. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.08.001>