

CUSTO DE CAPITAL NA PESQUISA EM CONTABILIDADE: UMA ANÁLISE EM 30 ANOS DE PERIÓDICOS INTERNACIONAIS

Guilherme Teodoro Garbrecht

Mestrando em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná - UFPR
Rua Bartolomeu Lourenço de Gusmão, 3060, Bairro Boqueirão
CEP:81650-050, Curitiba-PR
E-mail: guilherme_garbrecht@hotmail.com
Telefone: (41) 3408-3216

Rodrigo Oliveira Soares

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS
Professor do Programa de Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632, 2o. andar, Campus III - Bairro Jardim Botânico,
CEP:80210-170, Curitiba-PR
E-mail: rsoares@ufpr.br
Telefone: (41) 3360-4193

RESUMO

O artigo objetiva analisar a produção científica internacional em Contabilidade sobre Custo de Capital no período de 1981 a 2001. Utilizando-se de uma proposta de classificação dos periódicos internacionais de Contabilidade para o Qualis CAPES, foram analisados 26 periódicos que resultaram em 42 artigos sobre o tema. Através de análise qualitativa e quantitativa, os resultados obtidos indicam que a produção científica na área está sendo retomada, com estudos que buscam relacionar o custo de capital e seu comportamento com outras variáveis, como *disclosure*, impostos e incentivos, harmonização das normas contábeis e gerenciamento de resultado, entre outros. Os achados também oferecem evidências de que os principais modelos para mensurar o custo de capital utilizados no período são os que se utilizam de retornos *ex-ante*, para o cálculo do custo de capital implícito, em detrimento a métricas tradicionalmente utilizadas como o CAPM e APT.

Palavras-chave: custo de capital; custo de capital próprio; custo de capital implícito

Área temática: Educação e Pesquisa em Contabilidade.

1 INTRODUÇÃO

Em um mundo marcado por constantes mudanças, é requerido diariamente que a empresa e sua administração busquem maximizar o valor da companhia, por meio de decisões gerenciais, financeiras e operacionais. O planejamento financeiro busca estabelecer as diretrizes e delimitar a atuação da companhia, determinando objetivos financeiros, análises das diferenças entre as metas e a real situação financeira da empresa, provendo-a com os recursos financeiros necessários para atingir os objetivos propostos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009).

O planejamento financeiro e as decisões para a sua implementação dependem de um conjunto de informações que possam embasar o gestor financeiro e a administração da companhia. Neste contexto, uma das informações importantes para que a administração possa decidir sobre a escolha dos projetos, é identificar o seu custo de capital, composto pelo custo de capital de terceiros e pelo custo de capital próprio. O conhecimento do custo de capital é importante para a empresa por ser um componente direto de alguns dos principais modelos de avaliação utilizados, afetando diretamente o valor da mesma e as decisões dos administradores (DAMODARAN, 2004). Dessa forma, os investimentos precisam gerar receitas, resultados e taxas de retornos superiores ao custo de capital dos projetos, aumentando o valor da empresa e constituindo-se em bons investimentos. De acordo com Damodaran (2004), o custo do patrimônio líquido e do capital da empresas permite também comparar as formas de financiamento das operações.

Para Weston e Brigham (2000), o conhecimento do custo de capital é importante para (i) a elaboração do orçamento de capital, verificando o retorno dos projetos que a empresa pretende investir; (ii) o custo de capital é um fator-chave nas decisões de arrendar *versus* comprar ativos; e (iii) sua importância aparece na análise sobre a recuperação de títulos e nas decisões de composição da dívida, ou seja, em decisões de uso da dívida *versus* capital próprio.

Diante da importância relatada pelos autores, a questão de pesquisa do presente estudo bibliométrico é: Qual é o estágio da produção científica na temática "Custo de Capital" em periódicos internacionais de Contabilidade no período compreendido entre os anos de 1981 e 2011?

O objetivo deste trabalho é mapear e analisar os artigos sobre o tema "Custo de Capital" publicados em periódicos internacionais de Contabilidade nos últimos 30 anos. Para tanto, foram pesquisados 26 periódicos da área, no período compreendido entre 1981 e 2011, seguindo uma proposta de classificação de periódicos internacionais de Contabilidade para o Qualis – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), elaborada por Beuren e Souza (2008). Complementando o objetivo geral, o artigo busca como objetivos específicos identificar o relacionamento entre custo de capital e outras áreas de pesquisa e verificar a evolução da pesquisa em custo de capital ao longo do tempo, identificando os trabalhos referenciais na área.

O artigo procura contribuir para a literatura em Contabilidade analisando as principais características da produção científica internacional, com o mapeamento dos trabalhos e autores que servem de referência na área. Ao propor a análise dos temas dominantes nos estudos envolvendo o custo de capital, espera-se que o trabalho sirva de subsídio para futuras pesquisas, servindo de apoio à construção teórica e identificando oportunidades para pesquisas nacionais.

O artigo está estruturado em cinco tópicos, sendo que a primeira seção corresponde a esta Introdução. Na segunda parte é apresentado o Embasamento Teórico da pesquisa. Na sequência é descrita a Metodologia. O quarto tópico contém os Resultados e Análise Bibliométrica dos artigos analisados. Por último, são apresentadas as Considerações Finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Dentre as inúmeras análises e critérios necessários para avaliar decisões financeiras, uma das fundamentais para a empresa é a determinação da taxa de retorno esperada para seus projetos de investimento. Conforme Brick e Weaver (1997), a correta avaliação de projetos é imprescindível para maximizar o valor da empresa. Para viabilizar seus projetos de investimentos, as empresas buscam recursos junto a acionistas, Brealey e Myers (2002) ressaltam que o custo de capital é a taxa mínima para as decisões de investimento e tal indicador depende do risco econômico das oportunidades de investimento da empresa.

Tanto administradores quanto investidores em ações buscam os melhores rendimentos sobre seus investimentos, sendo portanto o custo do patrimônio líquido e de capitais de terceiros, conforme destacado por Damoradan (2004), um insumo no processo de tomada de decisões. Se os investidores nas ações da empresa analisarem os seus projetos e identificarem que não obterão o retorno esperado, que cobrirá seu investimento e o custo de oportunidade de investir na empresa em detrimento de outras possibilidades, optarão por não realizar o investimento ou até mesmo retirar o mesmo, para buscar ganhos maiores em novos projetos.

Como citado, a empresa pode buscar seus recursos em diversas fontes, sendo que cada uma terá uma taxa de atratividade diferente, de acordo com seus diferentes níveis de interesses. Assaf Neto, Lima e Araujo (2008) indicam que o custo de capital é estabelecido pelas condições de obtenção dos recursos financeiros no mercado de capitais. A determinação do custo total da empresa é normalmente determinado por uma média dos custos de oportunidade do capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores), ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital, e líquidos do imposto de renda (ASSAF NETO; LIMA; ARAUJO, 2008).

Segundo Martins *et al* (2006), existem características subjetivas no conceito de custo do capital próprio, pois, apesar de bastante utilizado, é uma variável que não é diretamente observável. Martins *et al* (2006) concluem que em uma organização que possua vários acionistas e ainda potenciais futuros acionistas, não é possível se conhecer com exatidão qual o retorno requerido por estes para seus investimentos.

Já o custo de capital de terceiros é de mais fácil observação e, segundo Damodaran (2004), mensura o custo corrente para a empresa de tomar emprestados fundos para financiar seus projetos. Será determinado pelo (i) nível corrente de taxas de juros, (ii) o risco de não-pagamento e (iii) a vantagem tributária associada à dívida. Além dos aspectos exógenos, também influenciam os custos de captação os fatores endógenos, como características intrínsecas à companhia, que envolvem riscos de inadimplência ou ainda fatores produtivos, que serão avaliados pelo mercado financeiro como maiores ou menores riscos do não pagamento dos valores emprestados. Também devem ser considerados os impostos na decisão de investir com recursos de terceiros. Segundo Weston e Brigham (2000), o custo médio dos recursos de terceiros corresponde a taxa de juros sobre a dívida, menos a economia fiscal que resulta em função da dedutibilidade dos juros. Esta dedutibilidade como despesa oferece vantagem fiscal do custo de capital de terceiros em relação ao custo de capital próprio.

Dentre os modelos abordados na literatura de Finanças e Contabilidade para o cálculo do custo de capital próprio, Martins *et al* (2006) destacam o Modelo de Gordon, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e a *Arbitrage Pricing Theory* (APT). O modelo desenvolvido por Gordon (1962) calcula o retorno mínimo através da abordagem do crescimento de dividendos, onde o retorno esperado de uma ação é dado pela taxa de desconto que igualará o preço da ação com o fluxo futuro de dividendos esperados. O modelo foi concebido para precificar o valor presente de uma ação, utilizando-se da taxa de retorno do capital, da taxa de crescimento dos dividendos e do valor do dividendo no momento zero. O Modelo de Gordon (1962) para o custo de capital possui a taxa de retorno como variável dependente e precisa do comportamento *ex-post facto* dos dividendos e da expectativa do mercado em relação ao

futuro da empresa (taxa de crescimento dos dividendos). Segundo Martins *et al* (2006), a principal deficiência do Modelo de Gordon (1962) é a hipótese de crescimento constante dos dividendos (ao se utilizar de uma série histórica para determinar a taxa de crescimento futura) e o relacionamento direto entre o crescimento dos dividendos e dos lucros.

O CAPM representa o modelo mais conhecido para o cálculo do custo de capital, e, conforme Tomazoni e Menezes (2002), através do CAPM os investimentos são medidos em duas dimensões: o retorno esperado sobre o investimento corresponde a recompensa, e a variância nos retornos esperados corresponde ao risco do investimento. Contudo, nem toda a variância de um título deve ser recompensada; apenas aquela que não pode ser eliminada pela diversificação. No CAPM o risco é mensurado utilizando-se um único fator de mercado e necessita da taxa de risco zero, os prêmios de risco e o beta para seu cálculo. A taxa de risco zero, segundo Damodaran (2004), representa o ativo livre de risco em que o investidor conhece com certeza os retornos esperados. Um ativo é livre de risco se não há risco de inadimplência e não há incerteza a respeito das taxas de re-investimento (i.e. título de dívida pública). O prêmio de risco representa o retorno exigido pelo investidor ao realizar uma aplicação de recursos na companhia. Corresponde a um valor além da taxa livre de risco.

O CAPM utiliza-se de um único fator de risco, o beta. Buscando incorporar mais fatores de risco ao cálculo do custo de capital, Ross (1976) desenvolveu uma abordagem que poderia conter mais fatores de risco, denominada de *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Brigham e Ehrhardt (2006) indicam que o APT pode incluir qualquer quantidade de fatores de risco, de forma que o retorno requerido pode ser uma função de “n” fatores. Os autores consideram que a utilização prática do modelo tem sido limitado, mas possui vantagens por permitir que vários fatores econômicos influenciem o retorno das ações.

Mais recentemente, uma nova abordagem foi desenvolvida, baseada em modelos de avaliação patrimonial e utilizando-se de previsões de analistas para lucros futuros e preço de mercado, de forma a calcular o custo de capital implícito nos preços correntes de mercado (GEBHARDT; LEE; SWAMINATHAN, 2001; NOEL; THOMAS, 2001; GODE; MOHANRAM, 2003; EASTON, 2004; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002). Conforme Lee *et al* (2010), a abordagem através de modelos de avaliação patrimonial extrai o retorno esperado que o mercado implicitamente aplica para descontar os fluxos de caixa futuros da empresa. O modelo utiliza-se de uma abordagem *ex-ante*, ao considerar a expectativa do mercado, através de previsões de analistas para 1 e 2 anos à frente para dividendos esperados de uma empresa e projeção de um fluxo de caixa e valor terminal. A taxa interna de retorno que iguala o preço corrente da ação ao fluxo futuro de ganhos consiste na taxa de custo de capital implícito.

Baseado no referencial teórico, a proposta do estudo bibliométrico busca identificar as principais tendências na área, destacando a importância e contribuição do custo de capital para as entidades. Ao mapear o que os autores estão trabalhando no tema, é possível delimitar as melhores metodologias de cálculo do custo de capital e a mensuração do respectivo retorno dos projetos, contribuindo para o alcance dos objetivos propostos pela companhia, que culminarão na maximização da riqueza da empresa e em consequência, do acionista.

3 METODOLOGIA

A pesquisa é classificada como exploratória, que, de acordo com Gil (2009) são pesquisas desenvolvidas objetivando proporcionar uma visão geral, de tipo aproximativo, sobre determinado fato. Buscou-se através do artigo analisar as pesquisas desenvolvidas na temática Custo de Capital, evidenciando os temas pesquisados e a relação entre custo de capital e outras áreas, como qualidade das divulgações, *disclosure* e harmonização de normas contábeis. Cooper e Schindler (2003) indicam que o objetivo do estudo exploratório é desenvolver hipóteses ou questões para pesquisas adicionais.

O trabalho qualitativo e quantitativo busca a descrição das características de

determinada população ou fenômeno ou ainda o estabelecimento de relações entre variáveis, caracterizando-se como pesquisa descritiva (GIL, 2009). Para a seleção dos periódicos que serviram de base à pesquisa documental, utiliza-se a proposta de classificação dos Periódicos Internacionais de Contabilidade para o Qualis CAPES elaborada por Beuren e Souza (2008).

Beuren e Souza (2008) primeiramente levantaram os dados dos periódicos que constavam no ano de 2005 no Portal de Periódicos da CAPES, referentes à área de Contabilidade. Encontraram um total de 50 periódicos que possuíam no seu título a palavra “*accounting*” e “*auditing*”. Em uma segunda etapa buscaram identificar os periódicos internacionais de Contabilidade indexados na base de dados SCOPUS. A escolha da base de dados SCOPUS objetivou verificar os periódicos reconhecidos no meio científico internacional. Após essa identificação, os autores pesquisaram os artigos publicados nos periódicos indexados no SCOPUS entre os anos de 2004 e 2006, encontrando 1.977 artigos, escritos por 3.994 autores. A partir desses artigos, fizeram um cruzamento dos dados buscando identificar que periódicos foram citados e o número de vezes que os mesmos foram citados. Com base nesses dados, calcularam um fator de impacto, dividindo o total de vezes que o periódico foi citado por outros periódicos no ano de 2006, referentes aos artigos publicados nesse periódico entre 2004 e 2005.

O fator de impacto vai demonstrar o número de vezes que os artigos são citados. Beuren e Souza (2008) argumentam que um trabalho mais citado, em geral, representa uma pesquisa com maior relevância ou impacto em sua respectiva área. Para compor a proposta de classificação dos periódicos, os autores mantiveram como classificação “A” os periódicos que já possuíam *Journal Citation Report* (JCR) superior a 0,5. Os periódicos que obtiveram fatores de impacto calculados conforme o estudo, tomando como referência a base SCOPUS, maior ou igual a 0,5 foram classificados como B e abaixo desse ponto de corte ficaram com classificação C. Os periódicos considerados nesse artigo são os relacionados no Quadro 1.

Classificação Proposta	Nome do Periódico
IA	<i>Accounting Review</i>
	<i>Accounting, Organization and Society</i>
	<i>Auditing - a Journal of Practice & Theory</i>
	<i>Contemporary Accounting Research</i>
	<i>Journal of Accounting and Economics</i>
	<i>Journal of Accounting Research</i>
	<i>Review of Accounting Studies</i>
IB	<i>Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies</i>
	<i>Accounting and Finance</i>
	<i>Accounting Horizons</i>
	<i>Accounting, Auditing and Accountability Journal</i>
	<i>The International Journal of Accounting</i>
	<i>Journal of Accounting Literature</i>
	<i>Journal of International Financial Management and Accounting</i>
IC	<i>Accounting Historians Journal</i>
	<i>Accounting History</i>
	<i>Behavioral Research in Accounting</i>
	<i>Canadian Accounting Perspective</i>
	<i>Critical Perspectives on Accounting</i>
	<i>Issues in Accounting Education</i>
	<i>Journal of Accounting and Public Policy</i>
	<i>Journal of Accounting Education</i>
	<i>Journal of International Accounting Research</i>
	<i>Journal of Management Accounting Research</i>
	<i>Qualitative Research in Accounting and Management</i>
<i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i>	

Quadro 1 – Relação de periódicos pesquisados

Fonte: Beuren e Sousa (2008)

Para compor a pesquisa bibliográfica, foram analisados os artigos publicados por todos os periódicos constantes no Quadro 1 durante os últimos 30 anos. A pesquisa iniciou no ano de 1981 e finalizou na última edição disponível no ano de 2011. Caso o periódico tenha sido lançado posteriormente a 1981, foram consideradas as edições a partir do ano de lançamento. Foram pesquisados os artigos diretamente nos sites dos periódicos, através das palavras-chave *Cost of Capital*, *Cost of Equity Capital*, *Cost of Equity* e *Implied Cost of Capital*. A pesquisa detectou 42 artigos sobre o tema, publicados em 14 periódicos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados da pesquisa bibliográfica realizada está dividida em dois tópicos, representando a análise estatística descritiva dos artigos publicados no período e posteriormente a análise qualitativa dos principais resultados encontrados pelos autores.

4.1 Estatística Descritiva

A pesquisa bibliográfica realizada resultou em 42 artigos publicados em periódicos com a temática Custo de Capital. Foram pesquisadas as palavras-chave em 26 periódicos, sendo que desses, 14 periódicos continham artigos na área temática pesquisada. A Tabela 1 contém os periódicos e a quantidade de artigos publicados.

TABELA 1 - RELAÇÃO DE PERIÓDICOS COM PUBLICAÇÃO NA TEMÁTICA CUSTO DE CAPITAL

Classificação Proposta	Nome do Periódico	Nº de Artigos	%	% por Grupo
IA	<i>Accounting Review</i>	9	21%	71%
	<i>Accounting, Organization and Society</i>	1	21%	
	<i>Contemporary Accounting Research</i>	3	7%	
	<i>Journal of Accounting and Economics</i>	2	5%	
	<i>Journal of Accounting Research</i>	9	21%	
	<i>Review of Accounting Studies</i>	6	14%	
IB	<i>Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies</i>	1	2%	10%
	<i>Accounting and Finance</i>	1	2%	
	<i>The International Journal of Accounting</i>	1	2%	
	<i>Journal of Accounting Literature</i>	1	2%	
IC	<i>Critical Perspectives on Accounting</i>	1	2%	19%
	<i>Journal of Accounting and Public Policy</i>	1	2%	
	<i>Journal of International Accounting Research</i>	1	2%	
	<i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i>	5	12%	
Total Geral de Artigos		42	100%	100%

FONTE: Os autores

Os periódicos que mais publicaram artigos com assuntos envolvendo Custo de Capital foram o *Accounting Review* e o *Journal of Accounting Research* com nove artigos em cada periódico, concentrando 43% das publicações. Após os dois citados, destacam-se os periódicos *Review of Accounting Studies* e *Review of Quantitative Finance and Accounting*, com seis e cinco artigos respectivamente. A maioria dos periódicos (oito) publicou um artigo.

Além de destacar quais periódicos publicam mais artigos, é importante verificar a produção acadêmica por períodos, buscando identificar o direcionamento que está se dando aos assuntos na área, se os mesmos estão crescendo em importância ou o assunto vem se esgotando com o passar do tempo. A Tabela 2 apresenta as publicações separando em períodos de dez anos, para avaliar a década que mais contribuiu na literatura de Finanças e Contabilidade.

TABELA 2 – RELAÇÃO DE ARTIGOS PUBLICADOS POR PERÍODO

	Período Analisado												Total	
	1981 a 1990	1991 a 2000	2001 a 2010											2011
	33													
Qtde. de Artigos Publicados	0	5	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	4	42
			3	2	1	2	3	6	5	2	3	6		
%	0%	12%	79%										10%	100%

FONTE: Os autores.

Separando-se as publicações por década, verifica-se claramente que o assunto voltou a ser explorado, após duas décadas sem praticamente publicações (somente cinco no período). A década que vai de 2001 a 2010 responde por 79% das publicações no período analisado. Se a análise por ano for ampliada, verifica-se que os últimos seis anos (2006 a 2011) correspondem a 62% das publicações no período, indicando que o assunto está sendo retomado, após ficar por um bom tempo com poucas publicações. A possível retomada nas publicações na área pode ser respondida por mudanças ocorridas no final da década de 90, motivadas pela crise no mercado de capitais americano. Conglomerados gigantes como a Enron, WorldCom e Tyco, envolveram-se em escândalos de manipulação de dados contábeis com o intuito de encobrir queda nas receitas, aumento nos custos e diminuição dos lucros, terminando com pedidos de falência das companhias. A empresa de auditoria Arthur Anderson também foi afetada no processo, culminando com seu fechamento e aumentando a incerteza americana em relação aos números contábeis divulgados.

Em resposta a essa crescente preocupação e desconfiança do mercado de capitais, o governo americano aprovou uma nova legislação em 2002, a Lei Sarbanes-Oxley, aumentando os controles, níveis de evidenciação e governança corporativa das companhias listadas no mercado acionário. O objetivo principal da nova lei é proteger o direito dos acionistas minoritários e punir com rigor os administradores que praticam fraudes e crimes. Esses eventos podem ter culminado com o incremento de pesquisas em áreas de Finanças e Contabilidade, como *disclosure* (VERRECCHIA, 1999; BLOOMFIELD; WILKS, 2000; ZHANG, 2001; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HABIB, 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007), impostos e incentivos (DHALIWAL *et al.*, 2005; BEDARD; COULOMBE; PAQUETTE, 2007; DEMPSEY; PARTINGTON, 2008), harmonização das normas contábeis (DARGENIDOU; MCLEAY; RAONIC, 2006; LEE *et al.*, 2010; LI, 2010) e gerenciamento de resultados (McINNIS, 2010; CHEN *et al.*, 2011), que geraram investigações acadêmicas buscando identificar o impacto dessas variáveis no custo de capital.

Em relação aos autores que publicaram sobre Custo de Capital, o levantamento bibliográfico aponta que 88 autores publicaram na amostra de periódicos pesquisados. Os autores mais profícuos na área estão discriminados na Tabela 3 a seguir.

TABELA 3 – RELAÇÃO DE AUTORES COM MAIS DE UM ARTIGO PUBLICADO

Ordem	Autores	Artigos	Ordem	Autores	Artigos
1	Dan Dhaliwal	4	7	Gerald A. Feltham	2
2	Jing Liu	3	8	Jun Liu	2
3	John Hughes	3	9	Linda Krull	2
4	Oliver Zhen Li	3	10	Marlene A. Plumlee	2
5	Christine A. Botosan	2	11	Mike Dempsey	2
6	Daniel Weaver	2	12	Robert E Verrecchia	2

FONTE: Os Autores

Observa-se que o autor Dan Dhaliwal escreveu ou foi co-autor de quatro artigos, sendo

o principal escritor do período. Dos 88 autores que escreveram no período, os 12 representados no Quadro 2 escreveram ou foram co-autores de mais de um artigo. O restante (66) escreveu ou foi co-autor de somente um artigo na área. Ao analisar os artigos e autores referenciados pelos 42 artigos analisados, pode-se inferir quais são os escritores mais relevantes sobre custo de capital.

A análise das referências bibliográficas dos 42 artigos pesquisados indicou que 124 artigos sobre custo de capital foram referenciados em 358 oportunidades. Isso representa uma média de 8,5 artigos referenciados por publicação. A grande maioria (74) foram referenciados somente uma vez, mas, se forem analisados os 10 artigos mais referenciados, verifica-se que os mesmos foram citados 151 vezes, representando 42% do total. Os artigos de maior destaque na área estão descritos na Tabela 4 a seguir.

TABELA 4 – RELAÇÃO DOS PRINCIPAIS ARTIGOS REFERENCIADOS

Ordem	Artigos Referenciados	Qtde.	%
1	<i>Disclosure level and the cost of equity capital</i>	28	8%
2	<i>Disclosure, liquidity, and the cost of capital</i>	18	5%
3	<i>Toward an implied cost of capital</i>	18	5%
4	<i>Information and the cost of capital</i>	17	5%
5	<i>A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital</i>	15	4%
6	<i>Inferring cost of capital using the Ohlson-Juettner model</i>	14	4%
7	<i>Industry Cost of Equity</i>	13	4%
8	<i>Cost of equity and earnings attributes</i>	11	3%
9	<i>Properties of Implied Cost of Capital Using Analyst Forecasts</i>	9	3%
10	<i>Estimating Expected Cost of Equity Capital: A Theory-Based Approach</i>	8	2%
11	Outros	207	58%
Quantidade de Vezes Que os Artigos Foram Referenciados		358	100%
Percentual dos 10 principais artigos Referenciados		42%	

FONTE: Os Autores

Observa-se que o artigo mais citado é “*Disclosure level and the cost of equity capital*” de autoria de C. Botosan com 28 referências, ou seja, presente em 67% dos artigos analisados. Na sequência aparecem os artigos “*Disclosure, liquidity, and the cost of capital*”, escrito pelos autores D. Diamond e R. Verrecchia, e “*Toward an implied cost of capital*”, de autoria de W. Gebhardt, C. M. Lee e B. Swaminathan, ambos com 18 referências.

Analisando os 124 artigos citados, o autor de maior destaque e com o maior número de referência é C. Botosan, com 57 referências nos 42 artigos analisados, não surpreendentemente, pois o artigo de sua autoria é também o mais citado. Na Tabela 5 pode-se observar os dez principais autores citados.

TABELA 5 – RELAÇÃO DE AUTORES MAIS REFERENCIADOS.

Ordem	Autores	Qtde	Ordem	Autores	Qtde
1	Botosan, C.	57	7	Gebhardt, L.	20
2	Plumlee, M.	29	8	Easley, D.	17
3	Verrecchia, R. E.	27	9	Hail, L.	17
4	Lee, C.	23	10	Diamond, D.	17
5	Leuz, C.	23		Outros	467
6	Swaminathan, B.	23	Total		159

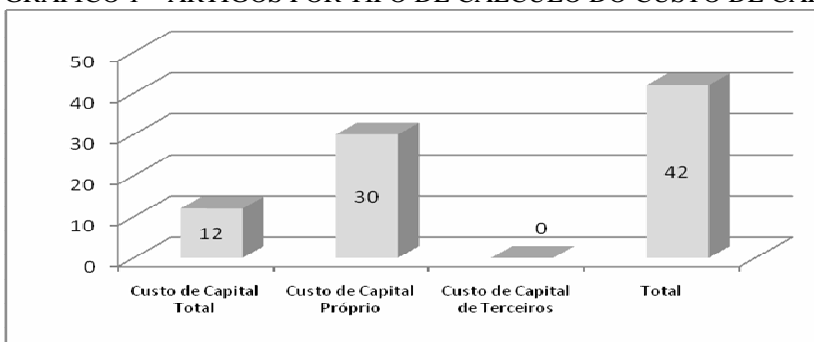
FONTE: Os Autores

Os dez principais autores foram responsáveis por 35% das referências. Com exceção dos autores Easley, D., Hail, L. e Diamond, D., os demais tiveram artigos publicados no período e nos periódicos pesquisados pelo presente trabalho.

Na sequência passa-se a proceder a investigação do conteúdo dos artigos, analisando o

foco dado a estes, o tipo de metodologia empregada, o relacionamento com outras variáveis, o tipo de empresa e em qual país se concentram os estudos, bem como os resultados encontrados. Se os artigos forem divididos de acordo com a ênfase sobre o custo de capital, analisando se a pesquisa utilizou o custo de capital total da empresa, o custo de capital próprio ou se o foco do estudo foi somente no custo de capital de terceiros, verifica-se que o direcionamento da grande maioria dos estudos foi o custo de capital próprio, conforme relacionado no Gráfico 1.

GRÁFICO 1 – ARTIGOS POR TIPO DE CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL

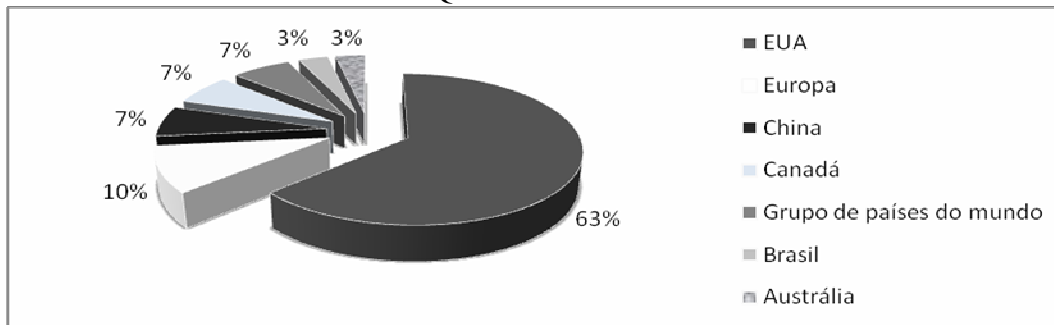


FONTE: Os Autores

Essa evidência não chega a ser uma surpresa pois o custo de capital de terceiros é mais facilmente observável, correspondendo ao custo corrente de captação de recursos junto aos agentes financeiros. Dessa forma, o objeto principal de estudo corresponde ao custo do capital próprio, que possui elementos de subjetividade e necessita de modelos para mensurar o seu valor. No período analisado 71% dos estudos buscaram determinar o custo de capital próprio para as empresas que compuseram as amostras dos estudos, em contrapartida a 29% que buscaram determinar o custo de capital total da empresa.

Cabe destacar também a importância de verificar qual o ambiente que foi estudado, seja no tipo de empresa empregada nos estudos ou nos mercados analisados. Por ser o mercado de capitais mais desenvolvido do mundo, o americano tem a maior quantidade de empresas com dados públicos disponíveis, o que incentiva as pesquisas e embora não se possa generalizar para os demais países, mercados e setores, serve de referência para os estudos nos outros mercados.

GRÁFICO 2 – LISTA DE PAÍSES PESQUISADOS



FONTE: Os Autores

Conforme o Gráfico 2, que apresenta os países objeto de estudos, 63% dos artigos que analisaram dados de empresas, utilizaram-se dos Estados Unidos como base para seus estudos. Combinado com a informação por país, é importante demonstrar os tipos de empresas envolvidas nos estudos. A Tabela 6 apresenta a composição das empresas,

segregadas por tipo, utilizadas nos artigos. Cabe ressaltar que foram utilizadas algumas bases de dados para a coleta de informações, bem como alguns setores específicos, como seguradoras, estatais e não estatais. Mas, na sua grande maioria, os autores utilizam dados de empresas de capital aberto, disponíveis em bancos de dados como o *Compustat*, para testar empiricamente suas hipóteses.

TABELA 6 – TIPOS DE EMPRESAS PESQUISADAS

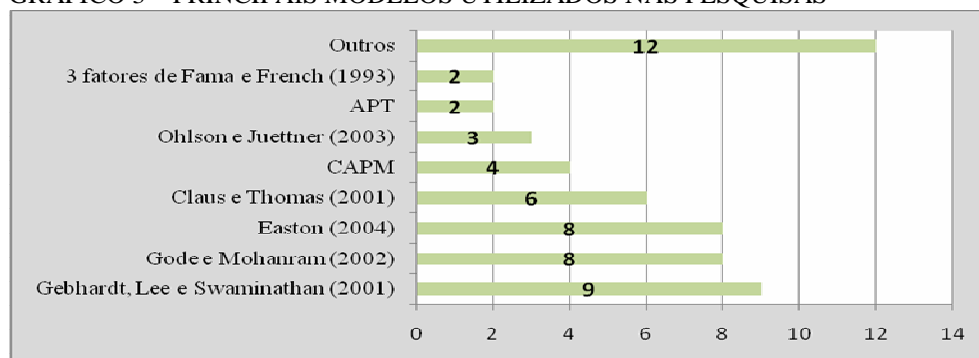
Tipo de Empresa Pesquisada	Total de Artigos
Empresas de Capital Aberto	22
Segmentos Específicos:	7
Seguradoras	1
<i>Association for Investment Management Research</i>	1
Banco de Dados I/B/E/S	1
<i>General Accounting Office (GAO)</i>	1
Setores do CDA <i>Spectrum</i>	1
500 maiores empresas americanas	1
Empresas Estatais e Não Estatais	1
Total	29

FONTE: Os autores

Os resultados apresentam que 76% (22) dos artigos que analisaram dados empiricamente utilizaram-se de informações de empresas de capital aberto e 24% (7) buscaram testar em setores ou banco de dados específicos, comprovando que as informações de companhias de capital aberto são a principal fonte para as pesquisas na área contábil e financeira.

Na análise dos modelos utilizados para o cálculo do custo de capital, pode-se notar que os desenvolvidos para o cálculo do custo de capital implícito são os mais utilizados pelos artigos. O Gráfico 3 descreve os principais métodos utilizados para calcular o custo de capital.

GRÁFICO 3 – PRINCIPAIS MODELOS UTILIZADOS NAS PESQUISAS



FONTE: Os Autores

O CAPM, tradicional modelo utilizado para a determinação do custo de capital próprio foi utilizado somente quatro vezes nos artigos, sendo que os mais empregados foram os modelos desenvolvidos por Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), Gode e Mohanram (2002) e Easton (2004). Os modelos mais utilizados foram desenvolvidos para o cálculo do custo de capital implícito, que, segundo Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), correspondem à taxa interna de retorno que iguala o valor presente dos fluxos de caixa esperados para o preço atual da ação. Os autores argumentam que a utilização de retornos *ex post* (realizados), utilizados nos Modelo do CAPM, Modelo de APT e Modelo de 3 Fatores de Fama e French, são imprecisos e segundo Fama e French (1997) *apud* Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), apresentam três problemas potenciais, que são (i) dificuldades em identificar o correto modelo

de precificação de ativos, (ii) a imprecisão nas estimativas de cargas fatoriais, e (iii) imprecisão nas estimativas de fatores de prêmios de risco.

4.2 Análise dos Principais Resultados Alcançados

Analisando o relacionamento entre o custo de capital e sua interação com outras variáveis, detecta-se que a grande maioria dos artigos buscaram relacionar o custo de capital com outros temas financeiros e contábeis. Somente cinco artigos (descritos no Quadro 4 como “Diversos”) pesquisaram o custo de capital sem relacioná-lo com outras variáveis, buscando no entanto a revisão teórica e a construção de novos modelos. A Tabela 7 foi construída de modo a segregar os assuntos relacionados ao custo de capital, separando-os em seis áreas diferentes.

TABELA 7 – ÁREAS ESTUDADAS EM CONJUNTO COM O CUSTO DE CAPITAL

Variável Adicional	Total de Artigos	%	Variável Adicional	Total de Artigos	%
Disclosure	21	40%	Finanças	6	11%
Qualidade da informação	6		Avaliação de Projetos	3	
Divulgação de Informações	15		Sistema Financeiro	1	
Sistema Legal	13	25%	Estrutura de Capital	1	
Sistema Jurídico	1		Alavancagem	1	
Impostos	5		Direitos dos Acionistas	2	4%
Harmonização Contábil	3		Dividendos	1	
Lei Sarbanes-Oxley	1		Direitos dos Acionistas	1	
Regulamentos Merc.de Capitais	3		Diversos	5	9%
Contabilidade	6	11%	Revisão Teórica	2	
Qualidade do lucro	2		Proposta de Novo Modelo	2	
Governança	1		Prêmio de Risco	1	
Gerenciamento de Resultados	2		Total	53	100%
Qualidade de Auditoria	1				

FONTE: Os Autores

Vários autores analisaram uma extensa gama de divulgações contábeis e financeiras, buscando relacioná-las com o custo de capital. Foram pesquisadas as divulgações financeiras, divulgações sociais, diferentes tipos de divulgações contábeis, como relatórios anuais, relatórios trimestrais, relatórios de analistas e notícias publicadas na imprensa, republicações de relatórios financeiros, informações provenientes de fontes públicas ou privadas, divulgações realizadas voluntariamente pelas empresas e divulgações de boas e más notícias.

Cheng, Collins e Huang (2006) examinaram se os direitos mais fortes dos acionistas e maiores níveis de **divulgação financeira** são conjuntamente associados com menores custos de capital próprio em empresas americanas. Os resultados dos autores sugerem que: (i) confirmando pesquisas anteriores, direitos fortes de acionistas e aumento na transparência através da divulgação financeira na era pós-Enron são conjuntamente associados a menores custos de capital e; (ii) que o nível de *disclosure* e força dos direitos dos acionistas interagem significativamente na redução dos custos de capital. A redução no custo de capital pós divulgações de informações foi objeto de estudo de Christensen, De la Rosa e Feltham (2010), comprovando a redução no custo de capital *ex-post* à medida que a qualidade da divulgação pública aumenta.

Buscando analisar países e mercados menos regulamentados do que o mercado americano, Richardson e Welker (2001) estudaram o mercado canadense e testaram a relação entre a divulgação de informações, tanto financeiras como sociais, e estimativas de custo de

capital. Os autores encontraram relação estatisticamente significativa e negativa entre o nível de divulgação financeira e o custo de capital. Para as divulgações sociais, o resultado encontrado demonstra uma associação positiva, indicando que a divulgação social eleva o custo de capital. Já para uma amostra de empresas de diversos países, Francis, Khurana e Pereira (2005) verificaram se o nível de incentivos da empresa para divulgações voluntárias constituiria-se em um mecanismo para reduzir o custo de capital das empresas. Em mercados menos regulamentados espera-se que um maior nível de divulgação possa traduzir-se em maiores oportunidades de ganhos para as empresas, refletindo no seu custo de capital.

Francis, Nanda e Olsson (2008) construíram um índice baseado nos registros anuais das empresas para mensurar a divulgação voluntária, encontrando relação negativa significativa entre divulgação voluntária e *proxies* para o custo de capital. Do mesmo modo que Francis, Nanda e Olsson (2008), Lopes e Alencar (2010) construíram um índice de divulgação para investigar o custo de capital e sua relação com o nível de divulgação. Em pesquisa realizada com as 50 ações de maior liquidez no Brasil e usando uma abordagem de dados em painel, os autores evidenciaram uma associação negativa e significativa entre divulgação e custo de capital próprio para o conjunto de empresas da amostra.

A maioria dos artigos identificou uma relação estatisticamente significativa e negativa entre o nível de divulgação de informações e o custo de capital. Alguns estudos, entretanto, identificaram que nem todos os tipos de divulgações estão associados à redução do custo de capital. Botosan e Plumlee (2002) em estudo das divulgações financeiras e contábeis em empresas americanas de capital aberto, indicam que o custo de capital é decrescente em termos de nível de disclosure para o relatório anual, mas, contrastando com as expectativas dos autores, encontraram uma associação positiva entre o custo de capital próprio e o nível de divulgações de informações oportunas, como o relatório trimestral. Em linha com os achados de Botosan e Plumlee (2002), Hribar e Jenkins (2004) encontraram que republicações das demonstrações contábeis também contribuem para aumento nos custos de capital das empresas. Os autores demonstram que, embora a correção poderia reduzir a incerteza com relação a uma determinada conta ou operação, a incerteza global sobre as informações da empresa é ampliada, determinando que os investidores exijam uma maior taxa de retorno.

Com a análise de um conjunto exaustivo de fontes de mídia impressa, segregados por fonte de divulgação (corporativa, analistas e notícias publicadas na imprensa), Kothari, Li e Short (2009) desenvolveram estudo objetivando documentar evidências sistemáticas do efeito de divulgação sobre diferentes medidas de risco, incluindo o custo de capital. Os resultados sugerem que a comunicação da empresa e de analistas com a comunidade de investimento carece de credibilidade. Corroborando com os resultados de Hribar e Jenkins (2004), os autores indicam que divulgações de notícias negativas são fortemente ponderadas pelo mercado e que notícias positivas são descontadas pelo mercado, evidenciando que as empresas e analistas possuem incentivos para divulgarem determinadas informações e que por sua vez não interagem diretamente sobre o custo de capital.

Um dos aspectos pesquisados sobre o custo de capital é a relação deste com diferentes **sistemas jurídicos, regulamentações e sistemas tributários**, evidenciando que a redução do custo de capital encontra seu melhor ambiente em países com sistemas jurídicos desenvolvidos e em sistemas tributários com menores cargas de impostos. Em pesquisa realizada em 40 países desenvolvidos e em desenvolvimento, Hail e Leuz (2006) investigaram se a eficácia das instituições jurídicas de um país tem uma influência sistemática sobre o custo de capital de suas empresas. As evidências encontradas pelos autores indicam que as empresas em países com fortes instituições jurídicas apresentam níveis mais baixos de custo de capital do que em países com fracos sistemas jurídicos.

O mercado de capitais americano caracteriza-se por ser talvez o que possua a mais rigorosa regulamentação sobre as empresas de capital aberto. Nesse ambiente, Chen, Dhaliwal

e Xie (2010) examinaram o efeito do Reg FD (*Regulation Fair Disclosure*)¹ sobre o custo de capital. Os autores encontraram evidência de que o custo de capital diminuiu significativamente para uma ampla amostra de empresas dos Estados Unidos na relação pós-Reg FD no comparativo ao período pré-Reg FD. Em relação a uma das obrigatoriedades da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), que é o cumprimento da Seção 404 que trata dos controles internos das empresas, Ashbaugh-Skaife *et al* (2009) investigaram se as empresas que divulgaram deficiências de controle interno exibiam maior risco sistemático, maior risco idiossincrático e maior custo de capital próprio em relação as empresas com efetivos controles internos e que não necessitam de divulgações adicionais. Os resultados indicam que as empresas com deficiências de controle interno experimentaram um aumento estatisticamente significativo no custo de capital próprio ajustado pelo mercado, em torno da primeira divulgação de suas deficiências.

Em relação aos **impostos**, os estudos de Dhaliwal *et al* (2005) analisaram o custo de capital e os impostos incidentes sobre os dividendos, enquanto Dhaliwal, Krull e Li (2007) buscaram evidências de redução do custo de capital após uma lei americana que reduziu os impostos sobre ganhos de capital e dividendos. No primeiro estudo os autores sugerem que os níveis mais elevados de impostos sobre dividendos em comparação com o imposto sobre o ganho de capital, aumentam o prêmio de capital implícito exigido pelos investidores, consequentemente, o custo de capital da empresa. Já os resultados dos estudos de Dhaliwal, Krull e Li (2007) indicam que o custo de capital diminuiu após a data efetiva da lei do imposto.

Recentemente vem ganhando destaque nas pesquisas os estudos envolvendo a **harmonização das normas contábeis** e sua relação com o custo de capital. Li (2010) explora o custo de capital próprio e os efeitos da adoção obrigatória do IFRS nos países da União Européia. Os resultados indicam que, em média, os países que adotaram obrigatoriamente as normas internacionais experimentaram uma redução significativa no custo de capital próprio após a introdução do IFRS no ano de 2005. Em análise adicional, os autores indicam que a obrigatoriedade do IFRS tem um significativo impacto apenas em países com fortes mecanismos de aplicação, de acordo com a qualidade da execução legal. Esses achados também foram encontrados na pesquisa de Lee *et al* (2010), onde as evidências da redução significativa do custo de capital próprio foram encontradas no grupo de empresas de países que possuem grandes incentivos para apresentação de relatórios financeiros, principalmente no Reino Unido. As duas pesquisas contrariam a idéia de que os benefícios do IFRS seriam mais acentuados para os países que possuem menos qualidade das normas contábeis domésticas.

O **gerenciamento de resultados** foi pesquisado por McInnis (2010) em uma amostra de empresas dos Estados Unidos, buscando relação entre suavização de ganhos, retornos esperados e custo de capital próprio. O autor encontrou que a relação entre o custo de capital implícito e a suavização nos resultados provém principalmente do viés otimista nas projeções de analistas sobre os ganhos a longo prazo. Em função da utilização das projeções de ganhos de analistas para o cálculo do custo de capital implícito, McInnis (2010) documenta uma associação positiva entre o otimismo nas previsões dos analistas, custo de capital e volatilidade de lucros. Incorporando ao estudo do gerenciamento de resultado e custo de capital a variável qualidade da auditoria, Chen *et al* (2011) buscaram analisar se diferenças na qualidade da **auditoria** em empresas estatais e não estatais chinesas afetam o gerenciamento e o custo de capital. Os resultados dos autores indicam que empresas não estatais que possuem melhores práticas de auditoria também apresentaram uma redução significativamente maior no custo de capital, em comparação com as empresas estatais.

¹ Regulation Fair Disclosure - editado pelo Securities and Exchange Commission (SEC) em 23 de outubro de 2000, proíbe a seleção de informações relevantes por um conjunto de participantes do mercado, como analistas e investidores institucionais.

Habib (2006) buscou sintetizar as pesquisas que relacionaram a qualidade da informação e o custo de capital, indicando que a qualidade da divulgação afeta o custo de capital e empresas que divulgam mais informações experimentam redução no custo de capital. Mas, segundo Habib (2006), essa conclusão não encontra evidências para todos os tipos de divulgações. Existem divulgações que não proporcionam redução no custo de capital, podendo sim, gerar aumento no custo de capital das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho objetivou mapear a produção científica internacional sobre custo de capital abrangendo o período compreendido entre 1980 e 2011. Através da análise dos artigos publicados, buscou-se determinar as principais características da produção acadêmica no período, os artigos e autores mais referenciados, bem como determinar os temas objetos dos estudos. A escolha dos periódicos pesquisados para a consecução dos objetivos foi determinada com base em proposta de classificação de periódicos internacionais de contabilidade para o Qualis CAPES elaborada por Beuren e Souza (2008).

Dos 26 periódicos pesquisados, em 14 foram identificadas publicações sobre custo de capital, perfazendo o total de 42 artigos sobre o tema. Os periódicos com maior número de publicações foram o *Accounting Review* e o *Journal of Accountig Research*, com um total de 9 publicações cada, correspondendo a 42% da produção científica do período pesquisado. Uma importante contribuição da pesquisa bibliométrica realizada é a identificação dos artigos mais importantes no assunto. O artigo mais referenciado foi *Disclosure level and the cost of equity capital*, de autoria de Christine Botosan, com 28 referências, constituindo-se na autora mais citada entre os 42 artigos pesquisados.

Na análise da distribuição das publicações dentro do período investigado, fica evidenciado que a concentração de publicações ocorreu no período de 2001 a 2010, respondendo por 79% das publicações. As duas décadas anteriores (1981 a 2000) representaram somente 12% das publicações. Um possível motivo da retomada de publicações na temática de custo de capital pode ser sido o grande impacto que descobertas de fraudes contábeis em empresas americanas como Enron, WorldCom e Tyco, provocaram no mercado de capitais. As empresas entraram em concordata e falência após comprovações de que realizavam manipulações nos dados contábeis para encobrir resultados aquém dos esperados. Em consequência a estes eventos, foi editada nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley, objetivando resgatar a confiança do investidor, ampliando a proteção aos acionistas minoritários e estabelecendo punições rigorosas para os administradores.

Estes fatos podem ter motivado o crescimento de pesquisas na área de Contabilidade e a rediscussão de temas como *disclosure*, harmonização das normas contábeis, impostos e gerenciamento de resultados, e seus respectivos impactos no custo de capital. Uma contribuição ao incremento nas pesquisas foram artigos publicados com uma nova abordagem para o cálculo do custo de capital próprio (i.e. GEBHARDT, LEE, SWAMINATHAN, 2001; GODE; MOHANRAM, 2002; EASTON, 2004), utilizando-se de retornos *ex-ante* para o cálculo do custo de capital implícito.

O custo de capital na grande maioria dos artigos foi estudado com outras variáveis, buscando identificar a relação existente e os respectivos impactos. Salienta-se que os estudos envolvendo a relação entre divulgações de informações e a qualidade destas apresenta-se como o assunto com maior quantidade de pesquisas. Os autores buscaram estabelecer a relação entre o custo de capital e diversas fontes de divulgações utilizadas pelas empresas. De modo geral, estabelece-se uma relação estatisticamente significativa e negativa entre divulgação de informações e custo de capital, comprovando que uma maior evidenciação provoca redução no custo de capital próprio das empresas. No entanto, pesquisas também indicam que não são todos os tipos de informações contábeis e financeiras que provocam

redução. Divulgações sociais, más notícias associadas a geração de lucro, republicações, são exemplos de relatórios que provocaram aumento no custo de capital próprio.

Espera-se que o artigo possa servir de fonte de consulta para estudiosos e pesquisadores da área, fornecendo um panorama da produção científica internacional e seus principais aspectos. Objetiva-se também que o trabalho produza motivações para pesquisas adicionais no tema, de modo a fornecer à literatura contábil e financeira maiores evidências e direcionamentos do custo de capital e sua aplicação na avaliação de projetos e retornos aos acionistas.

A pesquisa realizada no presente trabalho foi composta com uma amostra de periódicos com base em uma proposta de classificação de periódicos internacionais, sendo que o escopo selecionado apresenta-se como uma limitação. Nesse sentido, a ampliação do estudo bibliométrico para mais periódicos internacionais pode ser uma sugestão para futuras pesquisas, de modo a ampliar e confirmar os achados obtidos no estudo.

REFERÊNCIAS

ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis *et al.* The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting Research*. Chicago. Vol.47, n.1, p.1-43, Mar/2009.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAUJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Revista de Administração*. São Paulo. Vol.43, n.1, p.72-83, Jan–Mar/2008.

BEDÁRD, Jean; COULOMBE, Daniel; PAQUETTE, Suzanne. Tax incentives on equity and firm's cost of capital: evidence from the Québec Stock Saving Plan. *Contemporary Accounting Research*. Toronto. Vol.24, n.3, p.795-824. Fall/2007.

BEUREN, Ilse Maria; SOUZA, José Carlos de. Em busca de um delineamento de proposta para classificação dos periódicos internacionais de contabilidade para o *Qualis CAPES*. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP*. São Paulo. Vol.19,n.46, p.55-58, Jan–Abr/2008.

BLOOMFIELD, Robert J.; WILKS, T. Jeffrey. Disclosure effects in the laboratory: liquidity, depth, and the cost of capital. *The Accounting Review*. Vol.75, ed.1, p.13-41, Jan/2000.

BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE, Marlene A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*. Chicago. Vol.40, ed.1, p. 21-40, Mar/2002.

BOTOSON, Christine A; PLUMLEE, Marlene A.; XIE, Yuan. The role of information precision in determining the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*. Vol.9, ed.2-3, 2004.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J. *Fundamentos da administração financeira*. Tradução Robert Brian Taylor. 3.ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Irwin, 2002.

BRICK, Ivan; WEAVER, Daniel. Calculating the cost of capital of an unlevered firm for use in project evaluation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol.9, n.2, p.111-129, 1997.

BRIGHAN, Eugene F; EHRHARDT, Michael C. *Administração Financeira: teoria e prática*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

CHENG, C. S. Agnes; COLLINS, Denton; HUANG, Henry He. Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol.27, ed.2, p.175-204, Set/2006.

CHEN, Zhihong; DHALIWAL, Dan S.; XIE, Hong. Regulation fair disclosure and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*. Vol.15, ed.1, p.106-144. Mar/2010.

CHEN *et al.* Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China. *Contemporary accounting research*. Vol.28, n.3, p.892-925, set/2011.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. *Métodos de pesquisa em administração*. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CHRISTENSEN, Peter O.; DE LA ROSA, Leonidas E.; FELTHAM, Gerald A. Information and the cost of capital: an ex-ante perspective. *The Accounting Review*. Vol.85, ed.3, p.817-848, Mai/2010.

DARGENIDOU, Christina; MCLEAY, Stuart; RAONIC, Ivana. Expected earnings growth and the cost of capital: an analysis of accounting regime change in the european financial market. *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*. Vol.42, ed.3-4, p.388-414, Set/2006.

DAMODARAN, Aswath. *Finanças Corporativas: teoria e prática*. Tradução Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DEMPSEY, Mike; PARTINGTON, Graham. Cost of capital equations under the Australian imputation tax system. *Accounting & Finance*. Vol.48, ed.3, p.439-460, Set/2008.

DHALIWAL *et al.* Dividend Taxes and Implied Cost of Equity Capital. *Journal of accounting Research*. Vol.43, n.5, p.675-708, Dez/2005.

DHALIWAL, Dan; KRULL, Linda; LI, Oliver Zhen. Did the 2003 Tax Act reduce the cost of equity capital? *Journal of Accounting and Economics*. Vol.43, ed.1, p.121-150, Mar/2007.

EASTON, P. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*. Vol.79, p.73-95, 2004.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*. Vol.43, p.153-193, 1997.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics*. Vol.43, p.153-193, 2007.

FRANCIS, Jere R.; KHURANA, Inder K; PEREIRA, Raynolde. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*. Vol.80, ed.4, p.1125-1162, 2005.

FRANCIS, Jennifer; NANDA, Dhananjay; OLSSON, Per. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*. Chicago. Vol.46, ed.1, p.53-99, Mar/2008.

GEBHARDT, William R; LEE, Charles M. C.; SWAMINATHAN, Bhaskaran. Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*. Vol.39, n.1, p.135-176, junho/2001.

GIL, Antonio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GODE, Dan; MOHANRAN, Partha. Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner Model. *Review of Accounting Study*. Vol.8, n.4, p.399-431, 2003.

GORDON, J. *The investment, financing and valuation of the corporation*. Homewood, Il: Irwin, 1962.

HABIB, Ahsan. Information risk and the cost of capital: review of the empirical literature. *Journal of Accounting Literature*. Vol.25, p.1-37, 2006.

HAIL, Luzi; LEUZ, Christian. International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*. Chicago, Vol.44, ed.3, p.485-531, Jun/2006.

HRIBAR, Paul; JENKINS, Nicole Thorne. The effect of accounting restatements on earnings and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies*. Vol.9, ed.2-3, p.337-356, 2004.

LAMBERTZ, Richard; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*. Chicago. Vol.45, ed.2, p. 385-420, Mai/2007.

LEE *et al.* Mandating IFRS: Its Impact on the Cost of Equity Capital in Europe. *Journal of International Accounting Research*. Vol.9, n.1, p.58-59, 2010.

LI, Siqi. Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? *Accounting Review*. Vol.85, n.2, p.1-49, 2010.

LOPES, Alexsandro Broedel; ALENCAR, Roberta C. de. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. *The International Journal of Accounting*. Vol.45, ed.4, p.443-464, Dez/2010.

KIM, Joung W.; SHI, Yaqi. Voluntary Disclosure and the cost of equity capital: evidence from management earnings forecast. *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol.30, ed.4, p.348-366, Jul-Ago/2011.

KOTHARI, S. P.; LI, Xu; SHORT, James E. The effects of disclosure by management, analysts, and business press of cost of capital, return volatility, and analyst forecast: a study using content analysis. *The Accounting Review*. Vol.84, ed.5, p.1639-1671, Set/2009.

MARTINS *et al.* Evidências Empíricas de Modelos de Estimaco do Custo do Capital

Próprio. *BBR – Brazilian Business Review*. Vitória. Vol.3, n.2, p.137-156, Jul–Dez/2006.

MCINNIS, John. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. *The Accounting Review*. Vol.85, ed.1, p.315-342, Jan/2010.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*. Vol.26, ed.7-8, p.597-616, Out-Nov/2001.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira*. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

TOMAZONI, Tarcísio, MENEZES, Emílio Araujo. Estimativas do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). *Revista de Administração*. São Paulo. Vol.37, n.4, p.38-48, Out-Dez/2002.

VERRECCHIA, Robert E. Disclosure and the cost of capital: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*. Vol.26, n.1-3, p.271-283, Nov/1998.

ZHANG, Guochang. Private information production, public disclosure, and the cost of capital: theory and implications. *Contemporary Accounting Research*. Vol.18, ed.2, p.363-384, Summer/2001.

ZHANG, Li; DING, Shujun. The effects of increased disclosure on cost of capital: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol.27, ed.4, p.383-401, 2006.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. *Fundamentos da Administração Financeira*. Tradução Sidney Stancatti. 10.ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.