

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

THE QUALITY OF ACCOUNTING INFORMATION AND SYSTEMATIC RISK IN EMERGING COUNTRIES

O artigo foi aprovado e apresentado no II Congresso Interinstitucional de Contabilidade e Controladoria (CINCO), realizado de 17/12 a 18/12 de 2024, realizado online.

RESUMO

O estudo analisou como a interação entre o ambiente informacional do país e a qualidade da informação contábil está associada à sensibilidade ao risco sistemático das empresas sediadas em países emergentes. A análise, baseada em dados de 11.586 empresas não financeiras, extraídos da base *LSEG Data & Analytics*, registrados entre 2000 e 2021, totalizou 202.193 observações. Os resultados obtidos indicam que a qualidade das informações contábeis está associada à sensibilidade das empresas ao risco sistemático, com variações dependendo da métrica adotada: relação negativa e significativa no modelo de Dechow e Dichev (2002); e positiva e significativa no modelo Jones Modificado (1991). Além disso, identificou-se que variáveis em nível de empresa, como endividamento e concentração de mercado (medida pelo índice de *Herfindahl*), influenciam a exposição ao risco sistemático. Esses achados podem ser interpretados sob a ótica da Teoria da Agência, visto que refletem a relevância da qualidade da informação contábil na mitigação da assimetria informacional entre investidores e gestores. A qualidade das demonstrações financeiras pode reduzir incertezas e custos de agência, ao alinhar as expectativas dos agentes de mercado, afetando a precificação de ativos e a volatilidade das empresas. A principal contribuição do estudo está em evidenciar que a qualidade da informação contábil é um fator relevante na sensibilidade das empresas ao risco sistemático em países emergentes. Esses resultados ressaltam a importância e necessidade de aprimorar o ambiente regulatório e os mecanismos de governança corporativa para reduzir a assimetria informacional e potencializar a eficiência dos mercados financeiros.

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

ABSTRACT

The study analyzes how the interaction between a country's informational environment and the quality of accounting information is associated with the sensitivity to systematic risk of companies based in emerging markets. The analysis, based on data from 11,586 non-financial companies extracted from the *LSEG Data & Analytics* database between 2000 and 2021, comprises 202,193 observations. The results indicate that financial reporting quality is associated with firms' sensitivity to systematic risk, with variations depending on the metric used: a negative and significant relationship in the Dechow and Dichev (2002) model and a positive and significant relationship in the Modified Jones (1991) model. Additionally, firm-level variables such as leverage and market concentration (measured by the Herfindahl index) influence exposure to systematic risk. These findings can be interpreted through the lens of Agency Theory, as they highlight the importance of financial reporting quality in mitigating information asymmetry between investors and managers. High-quality financial statements can reduce uncertainty and agency costs by aligning market participants' expectations, thereby affecting asset pricing and corporate volatility. The study's main contribution lies in demonstrating that financial reporting quality is a key factor in firms' sensitivity to systematic risk in emerging markets. These results emphasize the need to enhance regulatory frameworks and corporate governance mechanisms to reduce information asymmetry and improve financial market efficiency.

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

Victorya Maria dos Santos Gomes

Doutoranda em Contabilidade na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (UFES). Especialização em Gestão Financeira e Controladoria. Graduada em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário de Educação Superior da Paraíba (UNIESP). E-mail: victoryamsgomes@gmail.com. Orcid iD: <https://orcid.org/0009-0009-4557-1273>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6301120603228118>

Diane Rossi Maximiano Reina

Doutora em Ciências pela Universidade de São Paulo (FEA/USP). Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC); Especialização em Gestão de Micro e Pequenas empresas pela Universidade Federal de Lavras (UFL); Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual de Maringá (UEM). Docente do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES). E-mail: diane.reina@ufes.br. ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-9683-999>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5906583738243906>

1 INTRODUÇÃO

A qualidade da informação contábil varia conforme o contexto e os usuários das demonstrações financeiras (Dechow & Schrand, 2004), além de suas propriedades e características poderem ter diferentes níveis de importância (Karaküll & Özdemir, 2012). Influenciam essa qualidade fatores regulatórios, como padrões contábeis de alta qualidade, sistemas jurídicos e auditoria eficaz (Barth et al., 2008; Houque et al., 2012; Soderstrom & Sun, 2007). Aspectos, como concentração acionária, alavancagem e desempenho econômico, também exercem impacto (Gaio, 2010; Isidro & Raoni, 2012). Conforme destacam Leuz e Wysocki (2016), a transparência contábil se relaciona com fatores institucionais (proteção ao investidor, estado de direito) e de mercado (custo de capital, liquidez e estrutura de propriedade).

Esse papel da informação contábil torna-se relevante em países emergentes, onde o rápido crescimento e a abertura econômica impulsionam o mercado financeiro (Hoskisson et al., 2000; Wright et al., 2005), e são considerados mais especulativos, apresentando, por isso, maior risco e volatilidade em relação aos desenvolvidos (Erb et al., 1996; Burnside et al., 2007). Sendo assim, a contabilidade tem sido utilizada para analisar seu impacto no mercado de capitais, conforme estudos de Beaver (1968), Ball e Brown (1968) e Watts e Zimmerman (1979) em nível internacional, e Lopes (2002) no Brasil. Contribui para essa discussão a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), ao destacar que a separação entre propriedade e controle pode gerar conflitos de interesse entre acionistas e gestores. Desse modo, observa-se que a contabilidade exerce relevante papel na redução da assimetria informacional entre investidores e agentes econômicos, contribuindo para a eficiência dos mercados (ElKelish, 2021).

Nesse contexto, ressalta-se que, em economias com múltiplos títulos financeiros, ainda não está claro até que ponto as informações contábeis reduzem os riscos não diversificáveis. Modelos de precificação de ativos, como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e a teoria do portfólio permitem distinguir riscos diversificáveis daqueles que não são (Lambert et al., 2007). Nos modelos clássicos de precificação de ativos (Sharpe, 1964; Lintner, 1965), o risco sistemático representa o componente do risco que afeta todos os ativos do mercado e que, portanto, não pode ser eliminado por meio da diversificação. Esse risco é comumente mensurado pelo coeficiente beta, que expressa a sensibilidade dos retornos de uma empresa às variações do mercado como um todo. Nota-se, assim, que a exposição ao risco sistemático reflete o grau em que os retornos da empresa respondem às informações de mercado (Bouden & Saada, 2022). Se os relatórios financeiros transmitirem apenas informações específicas da empresa, sua qualidade não deve estar relacionada ao risco sistemático. No entanto, discussões teóricas recentes sugerem que os relatórios financeiros também podem incorporar informações sobre a economia em geral (Xing & Yan, 2019; Júnior et al., 2023).

Pesquisas indicam que o retorno das ações está associado às características da empresa. Bhattacharya et al. (2003) apontam que diferenças nos mercados de ações entre os países decorrem de fatores, como infraestrutura econômica, política e legal, que influenciam a utilização e interpretação dos números contábeis. Takamatsu (2015) destaca que as particularidades de cada país e de seu mercado de capitais afetam o conteúdo e a tempestividade das demonstrações contábeis. Essas diferenças refletem fatores institucionais, regulatórios e de governança, que influenciam a avaliação de ativos. Foster et al. (2012) destacam que variáveis específicas de cada país determinam variações na forma como as informações contábeis são analisadas e utilizadas pelos participantes do mercado (Bhattacharya et al., 2003; Shah & Wan, 2023). Dessa forma, entende-se que o ambiente informacional dos países impacta a informação contábil por meio de interações entre padrões contábeis, *enforcement* e governança corporativa (Bhattacharya et al., 2003; Takamatsu & Fávero, 2017; Pringpong et al., 2023).

Core et al. (2015) indicam que empresas com relatórios mais objetivos e transparentes apresentam menor sensibilidade ao risco sistemático. Xing e Yan (2019), estudando empresas americanas, também verificaram essa associação. Em resumo, todos esses estudos evidenciam a abrangência da pesquisa sobre informação contábil e risco de mercado. Coletivamente, os achados apontam para uma relação negativa, em nível de país, entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático (Xing & Yan, 2019).

Diante desse contexto, o presente estudo visou responder à seguinte pergunta: Qual associação há 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 à sensibilidade ao risco sistemático das empresas sediadas em países emergentes. Para alcançar esse objetivo, utilizou-se uma amostra composta por 11.586 empresas não financeiras de mercados emergentes que integram o índice *Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets*, abrangendo o período de 2000 a 2021.

Mercados emergentes apresentam maior exposição à assimetria informacional em um ambiente onde os investidores podem estar menos protegidos, cenário que ocorre devido à possibilidade de manipulação dos relatórios financeiros e ao baixo *enforcement* legal. Nesse sentido, quando comparados aos mercados desenvolvidos, os investidores encontram menor sustentação nas informações divulgadas pelas empresas (Fatma & Abdelwahed, 2010; Pringpong et al., 2023).

Uma revisão da literatura permitiu identificar diversos estudos que analisaram os determinantes da qualidade da informação contábil e seus efeitos sobre o mercado de capitais (Xing & Yan, 2019; ElKelish, 2021; Latif & Shah, 2021; Júnior et al., 2023), bem como sobre o risco sistemático (Silva & Machado, 2019; Xing & Yan, 2019; Bouden & Saada, 2022). Outras pesquisas também exploraram a influência de diferentes fatores na qualidade das informações contábeis e sua relação com os retornos ou com o risco sistemático (Kanakriyah, 2016; ElKelish, 2021; Shah & Wan, 2024). Com

base nesse referencial, o presente estudo adotou um modelo com uma janela longa de retornos, considerando as ações tanto no nível vigente quanto nas mudanças das variáveis contábeis. Com essa abordagem, busca-se evidenciar quais aspectos do mercado de capitais, como os padrões contábeis e as práticas de divulgação, exercem influência efetiva sobre a finalidade e a utilidade das demonstrações contábeis.

Considerando esses aspectos, comprehende-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 com mercados mais desenvolvidos, os investidores encontram menos sustentação em informações divulgadas pela empresa (Fatma & Abdelwahed, 2010). Por essa razão, diante das especificidades exibidas nos 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. Logo, a pesquisa buscou preencher uma lacuna na literatura, ao investigar como o ambiente informacional dos países influencia a relação entre a qualidade da informação contábil e o risco sistemático — um aspecto ainda pouco explorado, sobretudo em mercados emergentes (Xing & Yan, 2019; Júnior et al., 2023). Embora estudos anteriores tenham analisado, separadamente, os efeitos da qualidade da informação contábil sobre o risco ou sobre o ambiente institucional, a interação entre esses fatores permanece pouco compreendida. Nesse sentido, o estudo contribui, ao examinar a complementaridade e a substitutibilidade das características institucionais, na determinação da qualidade da informação contábil, utilizando uma amostra de empresas de mercados emergentes, onde problemas de assimetria informacional tendem a ser mais pronunciados do que em economias desenvolvidas.

Dessa forma, esse estudo contribui para a literatura, ao aprofundar a compreensão sobre o papel da qualidade da informação contábil na determinação da sensibilidade do risco sistemático, considerando as características institucionais e informacionais dos países emergentes. Do ponto de vista teórico, ele amplia o debate sobre a interação entre ambiente informacional, *disclosure* contábil e especificação de ativos, oferecendo evidências empíricas em um contexto ainda pouco explorado. Sob a perspectiva prática, os resultados obtidos podem subsidiar formuladores de políticas, reguladores e investidores tanto na avaliação da eficiência informacional dos mercados, quanto na formulação de estratégias que reduzam a assimetria informacional e aprimorem a alocação de recursos.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Influências do ambiente informacional na qualidade das informações contábeis

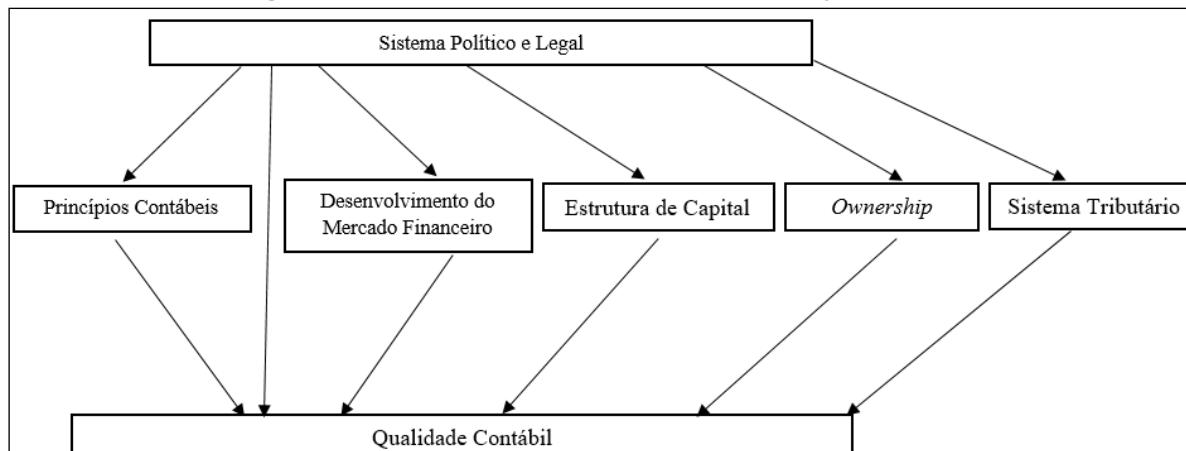
A assimetria de informação foi desenvolvida por Akerlof (1970) quando, em seu estudo sobre o Market for “*Lemons*”, a explica, utilizando o mercado de carros usados dos EUA, da seguinte forma: a partir do momento em que o proprietário conhece as condições do veículo que pretende vender, e o comprador as desconhece, ocorre uma assimetria no processo de compra e venda de um carro usado. Assim, diante desse desequilíbrio de informações, 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, abordaram o modo como podem surgir 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. Nesse contexto, segundo exemplificam Oliveira et al. (2013), o papel da contabilidade é gerar informações que permitam 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; Shah & Wan, 2023).

Apesar de estudos anteriores mostrarem 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), 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 (Xing & Yan, 2019; Martins & Barros, 2021) sobre essas relações no contexto dos países emergentes. E, não obstante o crescimento substancial dos mercados de ações emergentes nas últimas décadas, pouca atenção tem sido dada ao exame do ambiente das informações (Martins & Barros, 2021; Shah & Wan, 2023).

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; Houqe et al., 2012). Na Figura 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.

Figura 1 - Determinantes da Qualidade da Informação Contábil



Fonte: Adaptada de Soderstrom e Sun (2007)

Os países emergentes são caracterizados por constituírem mercados que parecem estar caminhando para o desenvolvimento e que apesar de possuírem alguma liquidez nos mercados de dívida e ações, bem como órgãos reguladores, ainda não atingiram o mesmo grau de eficiência, proteção legal e ambiente de qualidade de informação dos países desenvolvidos (La Porta et al., 1997, 1998). Nas últimas décadas, os mercados emergentes passaram por extensas transformações, tanto em direitos de propriedade como em relações comerciais e de governança corporativa, embora seja possível observar o desenvolvimento tardio no grau de *disclosure* em países, como China e Rússia (McCarthy & Puffer, 2008). Apesar disso, observa-se um crescimento substancial nesses mercados, sem que tenha sido dada atenção equivalente para analisar o desenvolvimento de seus ambientes informacionais (Ghysels et al., 2016).

Nesse contexto, a Teoria da Agência, inicialmente discutida por Berle e Means (1932) e, posteriormente, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), torna-se relevante para a compreensão da dinâmica desses mercados. Em países emergentes, onde a governança corporativa ainda está em fase de aprimoramento, os conflitos de agência tendem a ser mais intensos devido à menor proteção legal aos acionistas e investidores externos. A baixa qualidade da informação contábil e o menor nível de *enforcement* regulatório aumentam a possibilidade de assimetria informacional, dificultando o monitoramento dos gestores e elevando os riscos para os investidores (Fatma & Abdelwahed, 2010; Takamatsu & Fávero, 2017; Shah & Wan, 2023).

Posto isso, verifica-se uma demanda natural dos investidores por informações divulgadas pelas empresas, com maior eficiência na qualidade contábil, como forma de reduzir a incerteza e mitigar os efeitos da assimetria informacional (Xing & Yan, 2019; ElKelish, 2021). Nesse sentido, a contabilidade assume um papel fundamental na minimização dos problemas de agência, fornecendo informações que auxiliam no alinhamento dos interesses entre gestores e investidores e contribuem para um ambiente mais transparente e eficiente (ElKelish, 2021).

2.2 A exposição das empresas ao risco sistemático e a qualidade da informação contábil no ambiente informacional

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 a serem atendidos nos relatórios financeiros (Moumen et al., 2015; ElKelish, 2021). Com base nas pesquisas de Lambert et al. (2007) e Core et al. (2015), pode-se afirmar que, ao colocar uma alta qualidade de divulgação para empresas individuais, desperta-se uma possibilidade de diminuição da exposição ao risco sistemático. Tal efeito ocorre porque uma alta divulgação de qualidade reduz o parâmetro de incerteza da estimativa de retornos esperados.

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”. Assim sendo, o coeficiente β_M reflete o risco sistemático enfrentado pelo ativo. Nesse sentido, em relação à parcela de risco que é idiosincrática ou não sistemática, ela pode ser diversificada no portfólio adequadamente constituído.

No que se refere ao ambiente em que as informações são elaboradas, Bhattacharya et al. (2003) e Takamatsu e Fávero (2017) destacam que fatores institucionais e informacionais dos países, como padrões contábeis, mecanismos de governança e nível de *enforcement*, podem influenciar a relevância das demonstrações contábeis, sobretudo em economias emergentes. Esses fatores afetam a percepção dos usuários da informação e, consequentemente, impactam a

precificação das ações no mercado de capitais. Ainda de acordo com Takamatsu e Fávero (2017), em ambientes caracterizados por menor proteção legal e estruturas de governança menos desenvolvidas, os conflitos de interesse entre gestores e acionistas tendem a se intensificar. Em complemento, Martins e Barros (2021) destacam que, nesses contextos, ao fornecer dados mais completos e confiáveis para a tomada de decisão e mitigar o risco de ações gerenciais desalinhadas aos interesses dos investidores, a qualidade da informação contábil desempenha papel fundamental na redução da assimetria informacional. Destacam-se na literatura evidências de uma relação negativa entre variáveis financeiras e o risco idiossincrático (Chen et al., 2012; Isidro & Dias, 2017; Junior et al., 2023). Francis et al. (2005) foram os primeiros a investigar a relação entre variáveis financeiras e o beta, identificando uma associação negativa entre a qualidade dos *accruals* e esse coeficiente. Diferentemente desses estudos, esta pesquisa examinou a relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade das empresas ao risco sistemático. A Teoria da Agência sugere que a assimetria informacional pode aumentar os conflitos entre gestores e investidores, dificultando a avaliação do risco associado aos ativos (Ahmed, 2023; ElKelish, 2021). A qualidade da informação contábil pode reduzir essa assimetria, fornecendo informações mais precisas sobre o desempenho e os fluxos financeiros das empresas.

Dessa forma, considerando que os estudos mencionados indicam uma relação negativa e que, de modo específico, Xing e Yan (2019) identificaram uma relação negativa entre a qualidade das informações contábeis e a exposição ao risco sistemático, formulou-se a seguinte hipótese (H1):

H1: A qualidade das informações contábeis está negativamente relacionada à 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, 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 disseminação pelos meios de comunicação; o segundo, 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, da regularização do mercado de ações e da política econômica. A origem dos incentivos que atuam no comportamento dos *insiders*, investidores, reguladores e de outros participantes do mercado enquadrou 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.

No geral, o estudo de Xing e Yan (2019) oferece suporte empírico à teoria que investiga a relação entre a qualidade da informação contábil e a sensibilidade ao risco sistemático, identificando uma relação negativa entre essas variáveis. O ambiente informacional influencia diretamente a qualidade da informação e a avaliação da sensibilidade ao risco sistemático das empresas, uma vez que a disponibilidade e a acessibilidade das informações afetam a capacidade das empresas de compreender e gerenciar sua exposição ao risco.

A Teoria da Agência sugere que a assimetria informacional intensifica os conflitos entre gestores e investidores, dificultando a avaliação precisa dos riscos enfrentados pela empresa (Shah & Wan, 2023; Pringpong et al., 2023). Em mercados com menor proteção ao investidor e *enforcement* regulatório limitado, os gestores podem agir de forma oportunista, aumentando a incerteza quanto ao risco sistemático. Nesse contexto, ao reduzir a assimetria informacional e fornecer maior previsibilidade sobre os riscos da empresa, a qualidade da informação contábil pode mitigar esses conflitos.

Desse modo, com base no estudo de Bushman et al. (2004) e na Teoria da Agência, prevê-se um sinal negativo na relação entre a qualidade da informação contábil e a exposição ao risco sistemático das empresas. Nessa hipótese, considera-se o ambiente informacional dos países analisados, e assim, com base no exposto, apresentou-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. Portanto, com este estudo, busca-se ir além e 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, 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

A população-alvo da pesquisa foram as companhias de capital aberto dos países emergentes. Na seleção desses países, considerou-se o índice criado pela *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) para países emergentes, o MSCI *Emerging Markets Index*. 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.

Os dados das variáveis investigadas foram coletados na base de dados *LSEG Data & Analytics*, 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., 2021). Em seguida, foram excluídas também, as empresas que não apresentavam todos os dados considerados como necessários à pesquisa.

As informações de valores foram coletadas em dólares americanos, para todos os países emergentes, abrangendo o período de 2000 a 2021. A escolha desse intervalo temporal justifica-se pela disponibilidade e consistência dos dados necessários à mensuração das variáveis de interesse, bem como pela possibilidade de capturar mudanças estruturais nos mercados emergentes ao longo de duas décadas. Ademais, a inclusão de anos anteriores a 2010 permite observar os efeitos da convergência aos padrões internacionais de contabilidade (IFRS), implementados paulatinamente a partir de sua definição no ano 2004, sobre a qualidade da informação contábil e sua relação com o risco sistemático. Ainda que a adoção das IFRS possa ter impactado a comparabilidade dos indicadores contábeis, optou-se por manter o período completo, considerando a possibilidade de analisar a evolução desse processo e controlar seus possíveis efeitos por meio das variáveis do modelo.

Assim, a amostra inicial foi composta por 19.284 empresas, com dados obtidos durante o período de análise. Considerando cada empresa/ano como uma observação por país, a amostra final compreendeu 11.586 empresas, totalizando 202.193 observações referentes a 19 países emergentes. 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

O beta é uma medida do risco sistemático. Com base na variável Beta (TR.WACCBeta), disponibilizada pela *LSEG Data & Analytics*, que é uma medida de quanto a ação se move de acordo com um determinado movimento do mercado, é determinada a covariância do movimento do preço do título em relação ao movimento do preço do mercado. A partir das informações disponíveis, foram coletados os dados, abrangendo um período de 60 meses, com retornos mensais. Tal explicação pode ser determinada através da seguinte equação:

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

Em que: são os retornos dos títulos , ajustados por sua contribuição de risco para uma carteira diversificada; () são os retornos da carteira de mercado; é a medida de contribuição de risco do título para a carteira de mercado.

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).

A primeira variável independente trata da qualidade da informação contábil (QIC), que foi mensurada de duas maneiras diferentes. 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 corresponde à acumulação total de *accruals* da empresa; representa o Fluxo de Caixa Operacional; é a variação na receita; é o valor bruto do ativo imobilizado E, os termos e retratam os papéis da empresa no ano . A outra forma de mensurar a QIC, utilizada nesta pesquisa, tomou como base o modelo de Jones Modificado (1991). Neste modelo, a QIC é mensurada por meio dos *accruals* anormais, tornando-se necessário calcular os *accruals* totais. O 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 representa a variação nas contas a receber da empresa; corresponde à variação na receita; é o valor bruto do ativo imobilizado; 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.

Com base no estudo de Martins e Barros (2021), foram utilizados os Indicadores de Governança Mundial (WGI) para representar o ambiente informacional dos países. A seguir, apresenta-se a forma de mensuração das variáveis que compõem o índice AIP (Ambiente Informacional dos Países). A variável WGI (*Worldwide Governance Indicators*) reúne indicadores de governança agregados e individuais para mais de 200 países e territórios, no período de 1996 a 2021, abrangendo seis dimensões de governança: voz e responsabilização; estabilidade política; eficácia do governo; qualidade regulatória; estado de direito; e controle da corrupção (Banco Mundial, 2022). O WGI é apresentado de forma padronizada, no intervalo 0 a 100, o qual, segundo os autores, indica que quanto maior, melhor é o ambiente de informação dos países. Nesse contexto, de forma semelhante ao que fizeram Martins e Barros (2021), visando construir o índice de ambiente informacional dos países, foi utilizada a Análise de Componentes Principais (ACP), adaptada neste estudo, a partir das seis dimensões do WGI. O índice pode variar entre 0 (zero) e 1 (um), destacando que um maior valor indicaria um melhor ambiente de informação dos países. As variáveis de controle são definidas da mesma forma observada em Low (2009) e Xing e Yan (2019). Com o intuito de isolar os efeitos da qualidade da informação contábil sobre o risco sistemático, desenvolveu-se um controle por meio de um conjunto de variáveis relacionadas ao risco da empresa, as quais representam as principais características da empresa, como tamanho, valor de mercado, retorno, endividamento e investimentos.

Na Tabela 1, 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 no estudo.

Tabela 1 - 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	$\frac{Passivo\ Oneroso_{it}}{Ativo\ Total_{it-1}}$	+	Low (2009), Xing e Yan (2019)
END_{it}	Endividamento	$\frac{Valor\ de\ Mercado_{it}}{Patrimônio\ Líquido_{it}}$	-	Mazzioni e Klann (2016), Almendra et al. (2018), Rezaei e Heydari (2021)
SEG	Segmento de negócios	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)

De acordo com a fundamentação teórica e conforme a descrição detalhada dessas variáveis, tendo como variável dependente o risco sistemático, mensurado 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, à exposição das empresas ao risco sistemático através de fatores conhecidos (variáveis de controle/contábeis), nos países emergentes. Desse modo, para testar tal hipótese, o risco sistemático foi estimado por meio do seguinte modelo de regressão:

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

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 aferida por duas métricas (Dechow & Dichev, 2002; Jones Modificado, 1991), tendo o modelo 4 descrito se desdobrado em duas estimativas, apresentando-se como uma análise de robustez dos resultados.

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 5. De acordo com o embasamento teórico e o detalhamento das variáveis supracitadas, tendo o risco sistemático como variável dependente, foi estruturado o Modelo 5, conforme detalhado a seguir:

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

Onde: é a variável do risco sistemático; e a proxy para mensuração da qualidade da informação contábil. Também foram incluídas interações entre qualidade da informação contábil e ambiente informacional, e entre qualidade da informação contábil, ambiente informacional e país.

Os dados da pesquisa possuem uma dimensão espacial (várias empresas) e outra temporal (dados de 20 anos). 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. De forma semelhante, 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.

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 e 2021. Na Tabela 2, evidenciam-se os valores médios, os desvio-padrões, as medianas, os máximos e os mínimos para as variáveis utilizadas no modelo, quais sejam: 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). Na sequência, é apresentada a análise descritiva para as variáveis que compõem o índice de ambiente informacional dos países (AIP).

Tabela 2 -Estatística descritiva das variáveis analisadas

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Observações
RS	-1.343	1.992	-1.790	8.410	-1.315	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

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Observações
HHI	3.050	1.789	3.510	9.680	0.000	202.193
AIP	0.521	0.388	0.778	1	0	202.193
IFRS	0.999	0.028	1	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.

Fazendo a análise do exposto na Tabela 2, que apresenta a variabilidade das variáveis relacionadas à qualidade da informação contábil (QIC1 e QIC2), risco sistemático (RS) e variáveis de controle, pode se observar que QIC1, medida pelo modelo de Dechow e Dichev (2002), apresenta alta dispersão, indicando heterogeneidade nos *accruals* e fluxos de caixa; enquanto a QIC2, baseada no modelo Jones Modificado (1991), exibe valores negativos, sugerindo baixa qualidade contábil para algumas empresas. O RS tem média negativa e baixa variabilidade.

As variáveis de controle indicam heterogeneidade entre as empresas da amostra, sendo que o ICL apresenta médias e medianas negativas, refletindo investimentos e crescimento econômico. ROA, ICL e END mostram alta dispersão, reforçando a diversidade da amostra e a relação com a qualidade da informação contábil. O MTB tem média de 5.705, alinhado com a relação entre Market-to-Book e risco-retorno.

O índice AIP, analisado a partir de sete variáveis, incluindo adoção do IFRS e indicadores do WGI, reflete que a adoção do IFRS tem baixa dispersão, indicando que a maioria dos países emergentes da amostra segue essas normas. O WGI apresenta alta variação, com destaque para qualidade regulatória e estabilidade política. O AIP varia de 0 a 1, com média de 0,521, refletindo um ambiente informacional inferior nesses países. A análise de componentes principais (ACP) mostra que o primeiro componente do AIP explica 55,65% da variância, indicando sua relevância na estrutura da amostra.

Tabela 3 - Autovalor dos Componentes Principais: Índice AIP

Componentes	Autovalor	Proporção (%)	Acumulada (%)
Componente 1	3.896	55.65	55.65
Componente 2	1.117	15.97	71.62
Componente 3	0.810	11.57	83.19
Componente 4	0.614	8.78	91.98
Componente 5	0.358	5.12	97.10
Componente 6	0.125	1.79	98.90
Componente 7	0.076	1.09	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

Na Tabela 3, descreve-se a aplicação dos testes de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) e Bartlett para verificar a adequação da Análise de Componentes Principais (ACP). O teste KMO avalia a robustez da análise, sendo aceitável quando acima de 0,5. Neste estudo, obteve-se exatamente 0,5, indicando correlações minimamente aceitáveis. O teste de Bartlett rejeitou a hipótese nula de ausência de correlação entre as variáveis ($p < 0,001$), confirmado a viabilidade da ACP. Com base nos autovalores descritos na Tabela 3, vê-se que o *scree plot* indicou que os dois primeiros componentes, com autovalores superiores a 1, foram retidos conforme a regra de Kaiser (1960) para a formação do AIP.

4.2 Análise dos modelos de regressão

Nesta subseção, 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 à exposição das empresas ao risco sistemático nos países emergentes. 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 4). O teste de Breusch-Pagan indicou a adequação do modelo de efeitos aleatórios ($\chi^2 = 261.22$; $p < 0.001$), confirmado a presença de efeitos significativos entre as unidades do painel.

Tabela 4 - Análise de Regressão para testar (H_1)

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

	Variável Dependente: RS	
	Efeitos Aleatórios	
	(1)	(2)
QIC1	0.001* (0.001)	
QIC2		0.001*** (0.003)
AIP	0.003*** (0.001)	0.003*** (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*** (0.001)	0.005*** (0.002)

	Variável Dependente: RS	
	Efeitos Aleatórios	
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

Na Tabela 4, apresentam-se os efeitos das variáveis independentes no risco sistemático das empresas, tendo o tamanho da empresa (TAM) mostrado relação negativa com o risco sistemático, contrariando estudos anteriores (Bouden & Saada, 2022; Martins & Barros, 2021), o que pode indicar que empresas maiores estão menos expostas ao risco. O endividamento (END) e o Índice de *Herfindahl* (HHI) apresentaram relação positiva com o risco, sugerindo que mercados mais concentrados e empresas mais endividadas enfrentam maior sensibilidade ao risco, conforme indicado por Low (2009) e Xing e Yan (2019). O retorno sobre ativos (ROA) mostrou coeficiente negativo e significativo, indicando que empresas mais lucrativas tendem a ter menor risco sistemático, alinhando-se à ideia de que uma gestão eficiente reduz a vulnerabilidade a flutuações econômicas. (Martins & Barros, 2021; Shah & Wan, 2023).

As métricas de qualidade da informação contábil (QIC1 e QIC2) apresentaram coeficientes positivos e significativos, indicando que maior qualidade informacional está associada a maior exposição ao risco sistemático. Esse resultado contraria parte da literatura (Silva & Machado, 2019; Xing & Yan, 2019; Júnior et al., 2023), que sugere que informações mais fidedignas reduzem a assimetria informacional e a volatilidade dos retornos. Assim, a hipótese H1 — que previa uma relação negativa entre qualidade da informação contábil e risco sistemático — não foi confirmada.

Uma possível explicação para esse resultado decorre das características dos mercados emergentes, marcados por maior volatilidade, fragilidade institucional e heterogeneidade contábil. Mesmo empresas com boas práticas de divulgação permanecem expostas a choques macroeconômicos e incertezas políticas, o que tende a elevar o risco sistemático. A maior tempestividade e transparência informacional também podem intensificar as reações dos preços a novas expectativas, ampliando a sensibilidade de curto prazo do mercado (Ahmed, 2023; ElKelish, 2021).

Assim sendo, embora a qualidade da informação contábil reduza a assimetria informacional, ela pode, simultaneamente, aumentar a velocidade de ajuste dos preços, especialmente em contextos de incerteza elevada. Ou seja, o efeito da qualidade informacional sobre o risco, portanto, não é linear e depende do grau de desenvolvimento e da eficiência dos mercados analisados.

O Índice de Ambiente Informacional dos Países (AIP) apresentou coeficientes positivos e significativos, indicando que ambientes institucionais mais desenvolvidos não reduzem, necessariamente, o risco sistemático, podendo intensificar a sensibilidade dos preços às novas informações (Martins & Barros, 2021). Esse resultado está alinhado à teoria dos mercados eficientes, segundo a qual um ambiente informacional mais robusto favorece a rápida incorporação de informações contábeis e econômicas aos preços dos ativos (Pringpong et al., 2023). Em mercados menos eficientes, a disseminação das informações tende a ocorrer de forma mais lenta e irregular, suavizando a volatilidade, embora mantenha maior assimetria informacional. Desse modo, o ambiente informacional exerce papel ambíguo: melhora o acesso e a qualidade da informação, mas, ao mesmo tempo, aumenta a sensibilidade do mercado a choques externos e variações de expectativas.

Sob a perspectiva da teoria da agência, a relação entre qualidade da informação contábil e risco pode ser explicada pela redução da assimetria informacional. Empresas mais transparentes tendem a reduzir o custo de capital (Ahmed, 2023; Esaley & O'Hara, 2004), porém podem apresentar maior volatilidade devido à rápida incorporação das informações pelos investidores. Em mercados emergentes, onde os problemas de governança são mais recorrentes, a maior qualidade da informação pode revelar riscos subjacentes, diferindo do observado em economias desenvolvidas (Ahn et al., 2024; Xing & Yan, 2019). O impacto do risco varia entre países, refletindo diferenças regulatórias e estruturais que influenciam a percepção dos investidores.

A rejeição da hipótese H1 indica que, embora a qualidade da informação contábil seja relevante na precificação de ativos, seu efeito sobre o risco sistemático depende da estrutura institucional e do nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

Na Tabela 5, estão dispostos os resultados para avaliar a segunda hipótese H2 da 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. O teste de Breusch-Pagan ($\chi^2 = 236.36$; $gl = 1$; $p < 0.001$) confirmou a presença de efeitos individuais significativos, sustentando a escolha do modelo de efeitos aleatórios.

Tabela 5 - Análise de Regressão para testar (H₂)

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

	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)
Constante	0.973*** (0.027)	0.953** (0.027)
Observações	202,193	202,193

	Variável Dependente: RS	
	Efeitos Aleatórios	
R2	0.011	0.012
R2 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= 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

O Índice de Ambiente de Informações dos Países (AIP) foi analisado como variável independente e em interação com a qualidade da informação contábil para explicar o risco sistemático (RS). Os resultados indicam que o AIP possui coeficiente positivo e estatisticamente significativo (1%), sugerindo que um ambiente informacional mais desenvolvido pode aumentar o RS. Isso pode ocorrer porque mercados com maior disponibilidade de informações permitem decisões de investimento mais informadas, gerando maior volume de negociações e volatilidade (Pringpong et al., 2023).

A interação entre a qualidade da informação contábil e o AIP apresentou resultados distintos para os dois modelos utilizados. Pelo modelo Jones Modificado (QIC2), a relação foi positiva e significativa, indicando que um ambiente informacional mais robusto pode aumentar a qualidade das informações contábeis, conforme indicado por Takamatsu & Fávero (2017) e Martins & Barros (2021). Já pelo modelo Dechow e Dichev (QIC1), a relação foi negativa e significativa, sugerindo que maior qualidade da informação, quando medida por *accruals* discricionários, pode reduzir o RS.

O modelo (5) testou se o ambiente informacional afeta negativamente a relação entre a qualidade da informação contábil e o RS, tendo demonstrado que a interação entre QIC1 e AIP apresentou coeficiente negativo e significativo, enquanto a interação entre QIC2 e AIP foi positiva e significativa, indicando que o impacto do ambiente informacional varia conforme a métrica utilizada para medir a qualidade das informações contábeis.

Sob a perspectiva da teoria da agência, a relação entre qualidade da informação contábil e risco sistemático pode ser explicada pela redução da assimetria informacional (Ahmed, 2023). Ambientes informacionais mais desenvolvidos mitigam problemas de agência, aumentando a transparéncia e reduzindo custos de monitoramento (Ahmed, 2023; ElKellish, 2021). No entanto, mercados mais eficientes e transparentes podem refletir rapidamente novas informações nos preços dos ativos, ampliando a volatilidade. A interação entre qualidade da informação contábil e ambiente informacional pode, portanto, reduzir a incerteza quando a informação melhora a previsibilidade do desempenho; ou aumentar o risco quando a transparéncia expõe as empresas à maior volatilidade. Os países emergentes oferecem oportunidades de diversificação de investimentos, dada a elevada relação risco-retorno observada nas variáveis risco sistemático (RS) e retorno sobre o ativo (ROA). Investidores nesses mercados enfrentam custos mais altos, assimetria de informações, iliquidez, riscos sistemáticos e menor proteção, o que torna a qualidade da informação contábil um fator relevante para a tomada de decisão (Ahn et al., 2024). A qualidade da informação contribui para a eficiência dos mercados, fornecendo dados que influenciam a precificação de ativos (Jensen & Meckling, 1976).

Enfim, os resultados da hipótese H2, que avalia o papel moderador do ambiente informacional dos países (AIP), indicam que o AIP apresenta relação positiva e significativa com o risco sistemático. Ou seja, embora ambientes informacionais mais desenvolvidos reduzam assimetrias de informação, eles aumentam a sensibilidade dos preços a choques externos (Easley & O'Hara, 2004; Ahmed, 2023).

A interação entre qualidade da informação contábil e AIP evidencia essa dualidade. No modelo de Dechow e Dichev (QIC1), a interação foi negativa e significativa, sugerindo que a qualidade da informação pode reduzir o impacto do ambiente informacional sobre o risco. No modelo Jones Modificado (QIC2), a interação foi positiva e significativa, indicando que informações mais detalhadas e oportunas podem levar a uma maior volatilidade. Os resultados mostraram que a relação entre transparéncia e risco não é linear, dependendo da métrica de qualidade adotada e do contexto informacional do país.

Do ponto de vista prático, os resultados indicam que investidores devem considerar que maior qualidade informacional não garante redução de risco sistemático; empresas mais transparentes podem apresentar maior sensibilidade a choques de mercado. E assim, para gestores, os resultados reforçam a necessidade de adotar práticas de divulgação consistentes, de modo a equilibrar transparéncia e estabilidade; para reguladores, reforçam a importância de fortalecer mecanismos institucionais de governança e supervisão, garantindo que melhorias na qualidade informacional se traduzam em menor risco agregado.

Em síntese, os achados sugerem que, em mercados emergentes, a qualidade da informação contábil não reduz necessariamente o risco sistemático. Sua interação com o ambiente informacional e as características institucionais locais

pode gerar efeitos ambíguos, evidenciando que a transparência, embora essencial, pode aumentar a volatilidade em contextos de fragilidade institucional. A relação entre qualidade informacional e risco depende, portanto, do contexto do país, da eficiência do mercado e da métrica utilizada para mensurar a qualidade da informação contábil.

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 à sensibilidade ao risco sistemático das empresas sediadas em países emergentes. Para responder à questão de pesquisa foi empregado o método de regressão com 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, relativos ao período de 2000 a 2021, foram analisados, totalizando 202.193 observações.

A partir do resultado das regressões estimadas, foi possível constatar que a qualidade da informação contábil, mensurada com base no modelo de Dechow e Dichev (2002) e modelo de Jones Modificado (1991), possui uma associação positiva e significativa com o risco sistemático nos mercados emergentes. Dessa forma, o estudo obteve evidências da rejeição da primeira hipótese (H1) de pesquisa. 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.

O estudo demonstrou que variáveis, como tamanho da empresa e retorno sobre o ativo, influenciam a exposição ao risco sistemático, enquanto a relação entre qualidade da informação contábil e risco sistemático é condicionada pelo ambiente informacional dos países. No entanto, a hipótese (H2) de que esse ambiente reduz a sensibilidade ao risco sistemático não foi confirmada estatisticamente. Isso sugere que a transparência contábil, isoladamente, pode não ser suficiente para mitigar a volatilidade do mercado em economias emergentes.

Os resultados têm implicações relevantes para formuladores de políticas e investidores em mercados emergentes. Para reguladores, os achados indicam que melhorias nos padrões contábeis devem ser acompanhadas de políticas que reduzam a concentração de mercado e aumentem a proteção ao investidor, de forma a mitigar riscos sistêmicos (Pringpong et al., 2023). Estratégias, como o fortalecimento de mecanismos de *enforcement* regulatório e a ampliação da transparência de informações setoriais, podem contribuir para um ambiente de menor volatilidade.

Para investidores, a evidência de que empresas mais endividadas e inseridas em mercados mais concentrados apresentam maior risco sistemático destaca a importância da diversificação de portfólio. Além disso, a relação entre qualidade da informação contábil e risco sistêmico sugere que investidores institucionais podem utilizar métricas de governança e transparência contábil para avaliar a estabilidade de seus investimentos.

Dentre as contribuições inovadoras, a pesquisa propõe que futuras reformas contábeis em mercados emergentes considerem não apenas a qualidade dos relatórios financeiros, mas também o impacto dessas melhorias sobre a dinâmica do mercado e a percepção de risco. Além disso, sugere-se que políticas de governança corporativa sejam alinhadas com reformas regulatórias, que incentivem maior liquidez e previsibilidade nos mercados acionários.

Por fim, salienta-se que não se deve generalizar os achados desta pesquisa para todos os mercados emergentes, considerando que 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 podem ser mensuradas 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 para esta pesquisa.

Como sugestões para a continuação desta pesquisa/análise, indica-se verificar a associação da qualidade da informação contábil e a exposição do risco sistemático nas empresas, utilizando algum outro método de análise, ou, ainda, 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

- Ahmed, M. M. A. (2023). The relationship between corporate governance mechanisms and integrated reporting practices and their impact on sustainable development goals: evidence from South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 31(6), 1919-1965.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- 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.
- Assaf Neto, A. (2005). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.

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.

Beaver, W., Kettler, P., & Scholes, M. (1970). The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Harcourt, Brace & World.

Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, v. 78, n. 3, p. 641-678.

Boudon, H. M., & Saada, M. B. (2022). How does the IFRS adoption affect systematic versus idiosyncratic risks of French listed companies?. *International Journal of Financial Engineering*, 9(03), 2250008.

Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Principles of corporate finance* (7th ed.). McGraw-Hill.

Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 107-148.

Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency?. *Journal of accounting research*, 42(2), 207-252.

Chen, J. Z., Lobo, G. J., & Zhang, J. H. (2017). Accounting Quality, Liquidity Risk, and Post-Earnings-Announcement Drift. *Contemporary Accounting Research*, v. 34, n. 3 (Fall 2017) p. 1649-1680 © CAAA doi:10.1111/1911-3846.12310.

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., & 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>

de Oliveira Junior, J. L., Nossa, V., Nossa, S. N., & Oliveira, E. S. (2023). Accruals and systematic risk in Brazilian companies. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte*-ISSN 2176-9036, 15(1).

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>

ElKishish, W. W. (2021). The International Financial Reporting Standards 9 financial instruments, information quality and stock returns in the modern technology era. *Journal of Applied Accounting Research*, Emerald Group Publishing Limited, vol. 22(3), p. 465-483, January.

Erb, C. B, Harvey, C. R & Viskanta T. E. (1996). *Expected Returns and Volatility in 135 Countries*, 28.

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), p. 693-738. Doi: <http://dx.doi.org/10.1080/09638180903384643>

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>

Houque, 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>.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

de Oliveira Júnior, J. L., Nossa, V., Nossa, S. N., & de Oliveira, E. S. (2023). Accruals e risco sistemático nas empresas brasileiras. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte*-ISSN 2176-9036, 15(1), 112-136.

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.

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, p. 292-307. © 2021 AEFS Publications. All Rights Reserved. URL: www.aefsweb.com

- 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.
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The journal of finance*, 20(4), 587-615.
- 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. (2021). Firm Informativeness, Information Environment, and Accounting Quality in Emerging Countries. *The International Journal of Accounting* v. 56, n. 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.
- 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.
- Pringpong, S., Maneenop, S., & Jaroenjitrkam, A. (2023). Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951.
- 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.
- Shah, S. Z. A. & Wan, F. (2024). Financial integration and earnings management: evidence from emerging markets, *Journal of Applied Accounting Research*, Emerald Group Publishing Limited, v. 25(2), p. 197-220, June.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- 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.
- 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>