

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ALLISON MANOEL DE SOUSA

PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO NA RELAÇÃO
ENTRE A COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E CUSTO DE
CAPITAL

CURITIBA

2023

ALLISON MANOEL DE SOUSA

PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO NA RELAÇÃO
ENTRE A COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E CUSTO DE
CAPITAL

Tese apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA

2023

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Sousa, Allison Manoel de

Papel moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital / Allison Manoel de Sousa. – Curitiba, 2023.

1 recurso on-line : PDF.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto.

1. Contabilidade. 2. Divulgação de informação contábil. 3. Custo de capital. 4. Diretores-executivos financeiros - Experiência. I. Colauto, Romualdo Douglas. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -
40001016050P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **ALLISON MANOEL DE SOUSA** intitulada: **PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO NA RELAÇÃO ENTRE A COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E CUSTO DE CAPITAL**, sob orientação do Prof. Dr. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua **APROVAÇÃO** no rito de defesa.

A outorga do título de doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 19 de Dezembro de 2023.

Assinatura Eletrônica
19/12/2023 16:52:50.0
ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica
22/12/2023 15:18:44.0
LUCIANO MARCIO SCHERER
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica
19/12/2023 16:24:13.0
RENATA TUROLA TAKAMATSU
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS)

Assinatura Eletrônica
22/12/2023 19:43:07.0
CLÓVIS ANTÔNIO KRONBAUER
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS)

Esta tese é dedicada com muito carinho à minha mãe, Francisca Coelho, ao meu pai, Manoel de Sousa e a minha irmã, Alice Coelho. Vocês são e sempre serão a força que me fazem continuar.

AGRADECIMENTOS

Esta tese é a materialização de um grande projeto de minha vida, constituindo resultado de um longo percurso transcorrido e representando o encerramento de um ciclo e o início de um novo, o qual vislumbro com olhar esperançoso. O trabalho aqui desenvolvido é um retrato de uma caminhada realizada pelos últimos seis anos cursando o mestrado e doutorado. Caminhada esta não realizada sozinho, mas em companhia e com o suporte de diversas pessoas, às quais sou imensamente grato por terem cruzado o meu caminho.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a Deus pela oportunidade de estar sob a sua proteção, por desfrutar de uma vida com saúde e serenidade e por ter uma família maravilhosa. Gostaria de agradecer à minha família, em especial à minha mãe, Francisca Coelho Neta Sousa, ao meu pai, Manoel José de Sousa, e à minha irmã, Alice Coelho Sousa, os quais sempre foram fonte de inspiração e de força. Também estendo os meus agradecimentos aos meus padrinhos Ivan Coelho e Rosineide Reis, às minhas avós Dionísia Neta e Ambrosia de Sousa (*in memoriam*) e aos meus avôs José Coelho (*in memoriam*) e José de Sousa (*in memoriam*).

Agradeço ao meu orientador, Dr. Romualdo Douglas Colauto, pela atenção, dedicação e generosidade, estando sempre disponível para me atender e discutir todos os pontos relacionados à elaboração desta pesquisa. Também estendo os meus agradecimentos aos membros que constituíram a banca de qualificação e defesa, Professora Dra. Renata Turola Takamatsu, Professor Dr. Clovis Antônio Kronbauer e ao Professor Dr. Luciano Marcio Scherer, pelas importantíssimas contribuições realizadas para o desenvolvimento deste trabalho. Além disso, agradeço ao Professor Dr. Alison Martins Meurer e à Professora Dra. Silvia Consoni por compartilharem seu valioso conhecimento e por todo o auxílio fornecido para a pré-qualificação deste trabalho, bem como, a todos os membros do Laboratório de Contabilidade Financeira da Universidade Federal do Paraná durante o processo de validação de instrumentos e discussão desta tese.

Aos docentes do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, com os quais tive a honra e a oportunidade de adquirir conhecimentos relevantes durante a realização das disciplinas, Professor Dr. Romualdo Douglas Colauto, Professor Dr. Flaviano Costa, Professor Dr. Rodrigo Oliveira Soares, Professora Dra. Edicreia Andrade dos Santos, Professor Dr. Cláudio Marcelo Edwards Barros e Professor Dr. Cícero Aparecido Bezerra. Também agradeço ao Professor Dr. Flaviano Costa e Professora Dra. Nayane Thais Krespi Musial; e aos servidores Camila Campos Machnik Pazoti e Márcio

Rogério de Souza por toda a atenção dispendida nos momentos de dúvidas e por toda a dedicação com a qual sempre me auxiliaram.

A todos os professores que passaram pela minha trajetória acadêmica, desde o ensino básico até o superior. O caminho que trilhei até aqui é a soma de contribuições destes profissionais que tanto me agregaram conhecimento e, muitas vezes, também me incentivaram a prosseguir e melhorar. Em especial, agradeço ao Professor Dr. Rafael Noriller, à Professora Dra. Cristiane Huppel e ao Professor Dr. Antônio Carlos, que me incentivaram sobremaneira a entrar no mundo acadêmico e cursar o mestrado.

Aos meus amigos de infância, Alex Silva, Davi Fialho, Johnny Cangirana e Luís Augusto (*in memoriam*); aos amigos que conheci durante a graduação Rodrigo Meurer, Gustavo Santos e Ranny Silva; aos amigos que conheci durante o mestrado Thiago Bruno, Rodrigo Rengel, Januário Monteiro, Janaína Ferreira e Ronan Marçal; e aos meus novos amigos do doutorado Elcídio Quiraque, Rayane Camila, Márcio Fernando, Pablo Nikolais, Cassiana Bortoli, Luciane Dagostini, Ana Cláudia Lima, Matheus Marques, Josiane Santos e Laís Kruly, pelos ótimos momentos partilhados e pelas histórias que ficarão marcadas em minha memória.

Agradeço aos meus amigos de laboratórios, Gislene Martins, Débora Begnini, Gleisson Paiva, Rita de Cássia, Francini Augustin, Suelen Vila Branca, Allan Marcelo, Lilian Assolari, Renata Orsato, Hélio Lara, Bruna Cordova, Pedro Pereira, Sirlene Koprowski, Alison Meurer, Nadson Mascarenhas, Iago França, Paula de Campos-Rasera, Pavel Zepeda, Thais Lira, Alexandre Coradini, Crislaine Gonçalves e Camila Helfenstein. Também, estendo os meus agradecimentos aos meus colegas da Turma de Doutorado 2020, Rayane Camila, Renata Orsato, Gislene Martins, Michele Gonçalves, Hélio Dias, Kelli Favato, Neusa Von Eggert, Edenise dos Anjos e Marcos dos Santos, os quais, mesmo estando fisicamente distantes durante as disciplinas cursadas remotamente devido ao período pandêmico de Covid-19, sempre estiveram próximos de alguma maneira.

Este trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) – Código de Financiamento 001. Em função disso, agradeço o financiamento proporcionado durante todo o período de doutorado, que possibilitou a construção de um trabalho capaz de gerar contribuições para a academia e para a sociedade.

“Se a educação sozinha não transforma a sociedade, sem ela tampouco a sociedade muda.” (Paulo Freire, 2000)

RESUMO

A comparabilidade das demonstrações contábeis tem despertado a atenção de pesquisadores devido os benefícios proporcionados aos investidores e credores na redução do risco de alocação de capital. Contudo, esses reflexos tendem a ser influenciados por ações promovidas pelo CEO a partir de sua base cognitiva e valores moldados pelas experiências profissionais pregressas. Em função disso, as experiências profissionais dos CEOs na área financeira, no governo e como conselheiro possuiriam papel relevante ao moldarem o ambiente corporativo e, por esse motivo, poderiam exercer papel relevante nos reflexos proporcionados pela comparabilidade no custo de capital. Nesse contexto, a tese defende que as experiências profissionais do CEO exercem efeitos significativos na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Em função disso, este estudo objetiva analisar o efeito moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital em empresas brasileiras de capital aberto. Metodologicamente, foram verificadas empresas que negociaram ações na Bolsa de Valores de São Paulo entre 2015 e 2022. A amostra contou com 89 empresas e 665 observações analisadas por meio da regressão de dados em painel. Os resultados indicaram que as experiências do CEO na área financeira e a experiência do CEO no governo intensificam a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital; e que a experiência do CEO como conselheiro atenua a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Tais resultados confirmam que as experiências profissionais do CEO são relevantes para os agentes que transacionam recursos com a firma a ponto de interferir nos reflexos proporcionados pela comparabilidade no custo de capital, confirmando a tese defendida. Em termos de contribuições, contribui-se com a Teoria dos Escalões Superiores evidenciando que as experiências profissionais do CEO são capazes de moldar as bases cognitivas e valores a ponto de mudarem as percepções e decisões corporativas que, consequentemente, influenciam na relação entre a comparabilidade e o custo de capital. Quanto à discussão de estudos anteriores, constatou-se que essa relação não ocorre de modo indiscriminado em todas as empresas, pois depende das experiências profissionais do CEO. Em termos práticos, o estudo ajuda os investidores e credores a entenderem o efeito das experiências profissionais dos CEOs sobre a comparabilidade das demonstrações contábeis e no seu potencial para reduzir o custo de capital.

Palavras-chave: Comparabilidade das demonstrações contábeis. Custo de capital. Experiência do CEO na área financeira. Experiência do CEO como conselheiro. Experiência do CEO no governo.

ABSTRACT

The comparability of financial statements has garnered researchers' attention for the benefits it provides to investors and creditors in mitigating the risk of capital allocation. However, these outcomes are often influenced by actions promoted by the CEO, driven by their cognitive base and values shaped by prior professional experiences. Consequently, the professional experiences of CEOs in the financial sector, government, and advisory roles play a pivotal role in shaping the corporate environment, potentially affecting the consequences of comparability on the cost of capital. In this context, I argue that the CEO's professional experiences significantly impact the relationship between the comparability of financial statements and the cost of capital. Thus, the objective of my research was to analyze the moderating effect of the CEO's professional experiences on the relationship between the comparability of financial statements and the cost of capital in publicly traded Brazilian companies. Methodologically, I examined companies trading shares on the São Paulo Stock Exchange between 2015 and 2022. The sample comprised 89 companies and 665 observations, analyzed using panel data regression. The results indicate that CEOs with experiences in finance and government enhance the relationship between financial statement comparability and the cost of capital. Conversely, the CEO's experience as a director attenuates this relationship. These findings affirm the relevance of the CEO's professional experiences in influencing the effects of comparability on the cost of capital, supporting my thesis. In terms of contributions, I advance the Upper Echelons Theory by illustrating that the CEO's professional experiences can shape cognitive bases and values to the extent of altering perceptions and corporate decisions. This, in turn, influences the relationship between comparability and the cost of capital. In contrast to prior studies, I demonstrate that this relationship is not universal across all companies but depends on the CEO's professional experiences. In practical terms, I aim to assist investors and creditors in understanding how CEOs' professional experiences impact the comparability of financial statements and their potential to reduce the cost of capital.

Keywords: Comparability of financial statements. Capital cost. CEO's financial experience. Experience on the CEO's board of directors. CEO's government experience.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Modelo conceitual da tese	41
Figura 2	Modelo operacional da tese	42
Figura 3	Evolução da comparabilidade por setor.....	68
Figura 4	Evolução do custo de capital por setor	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Variáveis de controle	53
Tabela 2	Variáveis dependentes e independentes de interesse.....	54
Tabela 3	Critérios para seleção da amostra do estudo.....	56
Tabela 4	Amostra da pesquisa.....	56
Tabela 5	Protocolo de análise de dados e tratamentos estatísticos.....	60
Tabela 6	Frequência da idade, gênero e formação acadêmica dos CEOs	61
Tabela 7	Frequência relativa das experiências profissionais do CEO.....	63
Tabela 8	Tempo médio de experiência em anos dos CEOs na área financeira	64
Tabela 9	Tempo médio de experiência em anos dos CEOs no governo	65
Tabela 10	Tempo médio de experiência em anos dos CEOs como conselheiro	66
Tabela 11	Nível de comparabilidade das demonstrações contábeis das empresas em relação aos pares de setor	67
Tabela 12	Estatística descritiva do custo de capital	69
Tabela 13	Estatística descritiva das variáveis de controle.....	72
Tabela 14	Matriz de correlação de Spearman	74
Tabela 15	Modelos multivariados das experiências profissionais do CEO no custo de capital	77
Tabela 16	Modelos multivariados do papel moderador da experiência do CEO na área financeira	80
Tabela 17	Modelos multivariados do papel moderador da experiência do CEO no governo	83
Tabela 18	Modelos multivariados do papel moderador da experiência do CEO como conselheiro.....	87
Tabela 19	Resumo dos testes de hipóteses	94
Tabela 20	Modelos multivariados do papel moderador das experiências profissionais do CEO com o custo de capital defasado	111
Tabela 21	Modelos multivariados do papel moderador das experiências profissionais do CEO em forma de dummy.....	113
Tabela 22	Modelos multivariados em U invertido do papel moderador das experiências profissionais do CEO.....	115

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

B3	- Brasil, Bolsa, Balcão
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEO	- <i>Chief Executive Officer</i>
CFO	- <i>Chief Financial Officer</i>
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
EUA	- Estados Unidos da América
FDN	- Fundo Nacional de Desenvolvimento
GICS	- Global Industry Classification Standard
IASB	- International Accounting Standards Board
IFRS	- International Financial Reporting Standards
LacFin	- Laboratório de Contabilidade Financeira
MBA	- <i>Master Business Administration</i>
NBC TG	- Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TES	- Teoria dos Escalões Superiores
UFPR	- Universidade Federal do Paraná
VIF	- <i>Variance Inflation Factor</i>

LISTA DE SÍMBOLOS

α - constante de intercepção

® - marca registrada

Σ - somatório de números

ε - termo de erro da regressão

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E QUESTÃO DE PESQUISA	17
1.2	OBJETIVOS.....	20
1.2.1	Objetivo geral	20
1.2.2	Objetivos específicos.....	20
1.3	DECLARAÇÃO DE TESE.....	20
1.4	JUSTIFICATIVA, RELEVÂNCIA E ORIGINALIDADE	23
1.5	DELIMITAÇÃO DA TESE.....	27
1.6	ORGANIZAÇÃO DA TESE	28
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA	29
2.1	TEORIA DOS ESCALÕES SUPERIORES E EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO	29
2.2	COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....	34
2.3	COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS, EXPERIÊNCIA PROFISSIONAL E CUSTO DE CAPITAL	37
3	METODOLOGIA	42
3.1	MODELOS TEÓRICO E OPERACIONAL DA TESE	42
3.2	VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE.....	43
3.3	VARIÁVEIS MODERADORAS.....	47
3.3.1	Experiência profissional do CEO na área financeira.....	47
3.3.2	Experiência do CEO no governo.....	47
3.3.3	Experiência do CEO como conselheiro.....	48
3.3.4	Exemplificação da mensuração das experiências profissionais do CEO	48
3.3.5	Validação das medidas de experiências profissionais do CEO	49
3.4	VARIÁVEL DEPENDENTE.....	51
3.5	VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	53
3.6	CARACTERIZAÇÕES DA AMOSTRA	55
3.7	MODELOS ECONÔMICOS PARA TESTE DAS HIPÓTESES.....	56
3.8	TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS.....	60
4	DESCRIÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	61
4.1	DESCRIÇÃO DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DOS CEOS	61

4.2	DESCRIÇÃO DO NÍVEL DE COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....	67
4.3	DESCRIÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL	69
4.4	DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE	72
4.5	ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	73
4.6	ESTATÍSTICAS INFERENCIAIS	76
4.6.1	Papel moderador da Experiência do CEO na Área Financeira na relação entre a Comparabilidade e Custo de Capital	80
4.6.2	Papel moderador da Experiência do CEO no Governo na relação entre a Comparabilidade e Custo de Capital	82
4.6.3	Papel moderador da Experiência do CEO como Conselheiro na relação entre Comparabilidade e Custo de Capital	87
4.7	TESTES ESTATÍSTICOS ADICIONAIS	91
4.8	RESUMO DOS TESTES DAS HIPÓTESES	93
5	CONCLUSÕES	97
5.1	CONCLUSÕES E IMPLICAÇÕES DA TESE	97
	REFERÊNCIAS	101
	APÊNDICE A – PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO COM O CUSTO DE CAPITAL DEFASADO	111
	APÊNDICE B – PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO EM DUMMY.....	113
	APÊNDICE C – PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS EM U INVERTIDO	115

1 INTRODUÇÃO

Esta seção apresenta a contextualização da pesquisa, a questão de pesquisa, bem como os objetivos geral e específicos. Em seguida é apresentada a Tese defendida no estudo e sua justificativa, por meio da qual é demonstrada a relevância, originalidade e viabilidade da investigação. Por fim, são evidenciadas as delimitações do estudo de modo a identificar seus limites e a organização do trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E QUESTÃO DE PESQUISA

A comparabilidade das demonstrações contábeis é discutida desde a década de 1960 como uma característica importante que auxilia os usuários externos a avaliarem mais precisamente a situação financeira da empresa e, por isso, é uma meta a ser alcançada durante a elaboração das demonstrações contábeis (Simmons, 1967). A comparabilidade é uma característica qualitativa de melhoria que permite distinguir as semelhanças e as diferenças de ao menos dois itens que foram incorporados nas demonstrações contábeis (Sarquis, 2019).

Devido a sua importância, a comparabilidade das demonstrações contábeis se tornou um dos pontos centrais de atenção pelos órgãos reguladores no fim da década de 1990 com a implementação das Normas Internacionais de Contabilidade. Isso ocorreu porque a comparabilidade está aliada à transparência das demonstrações e por facilitar o entendimento de credores e investidores sobre a situação financeira das companhias (DeFranco et al., 2011; Yip & Young, 2012; Cascino & Gassen, 2015). Demonstrações mais comparáveis ajudam a compreender como os eventos econômicos que foram incorporados na lógica contábeis das companhias (Simmons, 1967; DeFranco et al., 2011).

Estudos anteriores revelaram que demonstrações com maiores níveis de comparabilidade se tornam úteis para investidores tomarem suas decisões (Kim et al., 2018; Guimarães & Rover, 2022); reduzem a assimetria informacional (Kim & Lim, 2017; Majeed & Yan, 2022); e aumentam a acurácia da previsão dos analistas (DeFranco et al., 2011; Reina et al., 2022). Além disso, a comparabilidade tende a reduzir o custo de capital.

Em relação à redução do custo de capital, Imhof et al. (2017) constataram que a comparabilidade das demonstrações contábeis reduz o custo de capital próprio em um estudo realizado com empresas dos Estados Unidos. Já Su et al. (2018) e Majeed e Yan (2022), evidenciaram que a comparabilidade reduz o custo de capital de terceiros em estudo realizado com empresas chinesas. No caso do custo de capital próprio, as demonstrações mais

comparáveis possibilitam que os investidores possam prospectar os fluxos de caixa e os lucros que, por sua vez, se transformarão em retornos do investimento por meio do aumento do preço das ações ou recebimento de dividendos (Imhof et al., 2017; Miranda, 2019). Por esse motivo, a comparabilidade implicaria na redução do risco da alocação de capital dos investidores ao proporcionar melhor qualidade informacional sobre a saúde econômico-financeira da empresa que, conseqüentemente, resulta na redução do custo de capital próprio (Imhof et al., 2017).

Sobre o custo de capital de terceiros, Su et al. (2018) argumentam que demonstrações mais comparáveis ajudariam os credores a melhorarem a avaliação da situação financeira das empresas. Isso possibilitaria a esses agentes avaliarem de forma mais acurada a capacidade de pagamento da empresa além de conhecer melhor as operações da companhia sem geração de custos informacionais adicionais (Su et al., 2018; Majeed & Yan, 2022). Por essas razões, os credores conseguem prever mais precisamente o risco de inadimplência reduzindo o risco de alocação de capital por meio de empréstimos e financiamento que, conseqüentemente, tende a diminuir o custo de capital de terceiros (Su et al., 2018).

Embora a comparabilidade contribua para a redução do custo de capital, isto pode não ocorrer de forma linear em todas as empresas, pois depende da cultura das pessoas que conduzem o ambiente corporativo (Arianpoor & Efazati, 2023). Para Ding et al. (2022), isso ocorre principalmente em função das características pessoais dos membros de alto escalão que participam da gestão das empresas. Esses gestores, por serem responsáveis pelas principais decisões, tendem a utilizar o seu poder de escolhas em questões estratégicas, incluindo a forma como as práticas contábeis podem ser utilizadas.

Dentre os gestores do alto escalão executivo, o *Chief Executive Officer* (CEO) possui significativo poder dentro da companhia por lhe ser facultado selecionar os membros que compõem a diretoria executiva e por aprovar as principais decisões estratégicas (Hambrick & Finkelstein, 1987; Hambrick, 2018). A influência dos CEOs nas decisões corporativas pode ser explicada à luz de suas bases cognitivas e de seus valores (Hambrick & Mason, 1984; Wang et al., 2012). A Teoria dos Escalões Superiores (TES) proposta por Hambrick e Mason (1984) postula que a base cognitiva e os valores tendem a alterar a percepção dos gestores na avaliação de cenários corporativos que necessitam de decisões complexas. Essa teoria preconiza que a base cognitiva e os valores são reflexos de características individuais dos próprios gestores, por exemplo, as experiências profissionais (Hambrick & Mason, 1984).

As experiências profissionais do CEO tendem a fazer com que esse gestor acumule vivências no mundo corporativo que influenciam a percepção e avaliação de novos cenários complexos que necessitam da tomada de decisões (Hambrick & Mason, 1984). Essas

experiências também possibilitam a criação de laços profissionais que tendem a ser utilizados em questões que remetem ao ganho de vantagem competitiva da firma (Farag & Mallin, 2018; Tee, 2019). Dentre as experiências profissionais, destacam-se a Experiência Profissional na área financeira, a Experiência em órgãos do governo e a Experiência como Conselheiro que tendem a estar associadas ao custo de capital.

A experiência financeira tende a reduzir o custo informacional dos acionistas e credores (Feng et al., 2011; Ding et al., 2022), melhorando a percepção sobre a alocação recursos na companhia (Strobl, 2013). A experiência dos CEOs no governo funciona como gatilho para favorecer a aquisição de maiores montantes de recursos financeiros a custo mais baixos (Tee, 2018; Harjan, 2019; Joni et al., 2020). Já a experiência do CEOs como conselheiro pode provocar efeito entrincheiramento do Conselho de Administração (Zajac & Westphal, 1996; Zhu & Chen, 2015) e ensejar custos adicionais para que os acionistas e credores monitorem as ações dos gestores e, conseqüentemente, aumentando o custo de capital (Ghouma, 2017; Faysal et al., 2021). Dessa forma, acredita-se que as experiências profissionais do CEO possam também influenciar o custo de capital, funcionando como fatores moderadores na relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital, sendo esta a lacuna empírica da tese.

Considerando o exposto, a tese busca constatar se as experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro possam ser considerados elementos com potencial para interferir a intensidade da relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Defende-se que essa moderação possa ocorrer porque as experiências profissionais moldam as percepções do CEO em decisões que envolvem custo de capital. Assim, este trabalho concentra esforços para responder o seguinte problema de pesquisa: **em que medida as experiências profissionais do CEO moderam a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital em empresas brasileiras de capital aberto?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo desta tese consiste em analisar o efeito moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital em empresas brasileiras de capital aberto.

1.2.2 Objetivos específicos

- Mapear as experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro.
- Mensurar o nível de comparabilidade das demonstrações contábeis.
- Mensurar o custo de capital próprio, custo de capital de terceiros e custo médio ponderado de capital.
- Analisar o efeito moderador da experiência do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

1.3 DECLARAÇÃO DE TESE

A comparabilidade das demonstrações contábeis é uma característica benéfica para a empresa ao reduzir o risco de alocação de capital dos investidores e credores e, conseqüentemente, diminuir o custo de capital próprio e de terceiros. Embora a comparabilidade atue em benefício da empresa ao reduzir o custo de capital, acredita-se que a intensidade dessa relação não ocorra na mesma forma porque depende das características profissionais dos CEOs de cada companhia.

A experiência na área financeira molda a base cognitiva do CEO de tal modo que consiga compreender os pontos de ineficiência operacional que prejudicam o desempenho da firma (Custódio & Metzger, 2014). Por essa razão, Custódio e Metzger (2014) argumentam que CEOs com essa experiência promovem ações em direção ao aumento da eficiência das operações que, conseqüentemente, se transformam em aumento do desempenho. Além disso, a experiência na área financeira também faz com que os CEOs sejam mais capacitados quanto ao entendimento sobre as finanças da firma, potencializando a eficiência dos investimentos

realizados que, por sua vez, proporciona maiores retornos que tendem a reduzir o risco e o custo de capital alocado por agentes externos (Custódio & Metzger, 2014; Silva, 2023).

Essa experiência profissional também promove o entendimento sobre a elaboração das demonstrações contábeis fazendo com que o CEO seja mais preocupado com a qualidade dessas demonstrações publicadas ao público externo (Gounopoulos & Pham, 2018; Ding et al., 2022). Por esse motivo, Ding et al. (2022) revelam que CEOs com experiência na área financeira tendem a pressionar os preparadores na incorporação adequada dos eventos econômicos no processo de elaboração das demonstrações contábeis, aumentando a comparabilidade. Isso tende a ser percebido positivamente pelos agentes externos que consideram a experiência na área financeira como benéfica do perfil do CEO (Ding et al., 2022). Portanto, acredita-se que a experiência na área financeira tem potencial para exercer o papel de elemento moderador na relação entre comparabilidade e custo de capital.

Já a experiência no governo é relevante na construção do perfil do CEO aumentando a capacidade desse gestor entender as dinâmicas internas do governo (Wong e Hooy, 2018). Isso possibilita que o CEO saiba quais são as conexões políticas a serem ativadas para a obtenção de recursos financeiros provenientes de subsídios governamentais ou empréstimos financeiros com custos mais baixos (Tao et al., 2017; Wong e Hooy, 2018;) que, conseqüentemente, se traduzem em aumento do desempenho (Sun & Zou, 2021; Arantes et al., 2023). Por esse motivo, Boubakri et al. (2012) e Pham (2019) argumentam que a experiência no governo é uma característica percebida como benéfica pelos investidores quando avaliado o risco e o custo de alocação de capital na firma.

Para que essa percepção continue a ser partilhada pelos investidores, Khalil et al. (2022) revelam que os gestores com passagem no governo da Indonésia conduzem a firma de modo responsável preservando a qualidade das demonstrações contábeis para salvaguardar sua credibilidade perante o mercado e governo. A condução responsável promove redução da assimetria informacional e aumenta a capacidade decisão pelos investidores (Bona-Sánchez et al., 2019; Khalil et al., 2022) que, de acordo com Carmo et al. (2016) e Houcine e Houcine (2020), também são fatores essenciais para a redução do custo de alocação de capital por agentes que transacionam com a firma. Dessa forma, acredita-se que a experiência no governo tende a ser relevante como elemento intensificador da redução provocada pela comparabilidade no custo de capital.

A experiência como conselheiro molda as bases cognitivas dos CEOs alterando a percepção das ações realizadas pelos membros do conselho de administração que tem como uma das atribuições o monitoramento da diretoria executiva (Zhu & Chen, 2015). Isso faz que

o CEO promova ações mais assertivas em direção ao ganho de poder dentro desse organismo de governança por meio da indicação de diretores executivos com ativa participação no Conselho de Administração para disseminar as ideias deste gestor (Zajac e Westphal, 1996). O autor Pfeffer, (1981) argumenta que a experiência progressiva como conselheiro também ajuda o CEO na escolha do perfil ideal do membro do conselho que tenha facilidade em realizar coalizões para defender os interesses da diretoria executiva. Por essas razões, Pfeffer (1981) e Zajac e Westphal (1996) destacam que CEOs com experiência como conselheiro tendem a entrincheirar o Conselho de Administração.

O fenômeno do entrincheiramento gera custos de agência adicionais para o monitoramento da diretoria executiva (Collins & Huang, 2011) com consequência no aumento do custo de capital alocado na firma (Baratiyan & Salehi, 2013; Ghouma, 2017). Os autores Seifzadeh et al. (2022) revelam que o entrincheiramento do conselho também facilita a adoção de práticas que não incorporam os eventos econômicos de forma adequada na elaboração das demonstrações contábeis intensificando os custos adicionais de agência ao prejudicar a comparabilidade. Portanto, acredita-se que a experiência como conselheiro tende a ser um elemento moderador ao influenciar a relação entre a comparabilidade e custo de capital.

Como as experiências na área financeira, no governo e como conselheiro moldam a base cognitiva e valores do CEO induzindo que este gestor realize ações que tendem a influenciar o custo de capital alocado na empresa por credores e investidores; e que tendem a implicar na incorporação dos eventos econômicos, acredita-se que estas experiências possam ser elementos moderadores na relação entre a comparabilidade e o custo de capital. Embora as experiências profissionais tenham potencial para atuar como moderadores nessa relação, defende-se que atuam em direções distintas. Quando a experiência ocorre na área financeira e no governo, acredita-se que aconteça intensificação na relação negativa entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital. Quando a experiência ocorre como conselheiro, defende-se que haja atenuação na relação negativa entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital

A Teoria dos Escalões Superiores postula que os CEOs possuem a base cognitiva e valores moldados pelas experiências profissionais prévias. Dessa maneira, acredita-se que essas experiências profissionais possam atuar como elementos moderadores interferindo na intensidade da relação entre a comparabilidade e o custo de capital. Portanto, defende-se a tese de que **as experiências profissionais do CEO exercem efeitos significativos na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.**

1.4 JUSTIFICATIVA, RELEVÂNCIA E ORIGINALIDADE

O ambiente corporativo é moldado por decisões que são realizadas por gestores do alto escalão executivo, de tal forma que o perfil destes gestores é considerado crucial na condução de uma companhia. O perfil dos gestores é construído a partir de bases cognitivas e valores que são moldados a partir de experiências vivenciadas pelos próprios gestores, tornando-os indivíduos com percepções únicas do mundo à sua volta (Hambrick & Mason, 1984). Essas percepções são mais relevantes à medida que os cenários que necessitam da tomada de decisões se tornam mais complexos (Hambrick & Mason, 1984; Michelon, 2019). Como ambientes corporativos possuem decisões a serem tomadas com alta carga de complexidade, logo as experiências vivenciadas pelos gestores de alto escalão tendem a ser relevantes para os agentes que transacionam capital com a empresa.

As características individuais que denotam experiências vivenciadas pelos gestores tendem a influenciar as principais decisões da empresa. Dentre essas características, a maior parte dos estudos buscou entender os reflexos das características pessoais como, por exemplo, a idade dos gestores de alto escalão. Esses estudos revelaram o efeito da idade no desempenho econômico (Peni, 2014; Belenzon et al., 2019); qualidade da informação contábil (Huang et al., 2012; Ali & Zhang, 2015;); e estrutura de capital (Naseem et al., 2019; Gherghina et al., 2019). Apesar dessas evidências, apenas de modo mais recente estudos (Owusu et al., 2022; Ye et al., 2023) se dedicaram em entender a influência das características pessoais dos CEOs no custo de capital.

Faccio (2006) e Tee (2018) argumentam que outro tipo de característica individual que tende a influenciar o custo de capital confere às experiências profissionais, pois são capazes de moldar a percepção dos gestores quanto à avaliação de cenários corporativos que desencadeiam em ações que influenciam o custo do capital obtido pela firma. Para Frost et al. (2023), as experiências profissionais são elementos relevantes na discussão sobre o custo de capital por aumentar a capacidade gerencial dos CEOs. Por essas razões, Donelson et al. (2017) descrevem que as experiências profissionais dos gestores são um dos principais pontos avaliados pelos agentes que transacionam com a firma quando decidem o montante e o custo do capital alocado na empresa.

Dentre as experiências profissionais, destacam-se a experiência na área financeira, no governo e como conselheiro. Essas experiências promovem mudanças na base cognitiva dos CEOs ao ponto de mudarem as decisões corporativas e, de acordo com Gounopoulos e Pham (2018) e Tee (2018), são notadas pelos agentes que transacionam com a firma. Para

Gounopoulos e Pham (2018), a experiência financeira molda o CEO ao torná-lo mais capacitado quanto ao entendimento das finanças da empresa fazendo com que este gestor também entenda o modo em que os relatórios financeiros são elaborados. Isso promove aumento da preocupação do CEO com a qualidade dos relatórios disponibilizados aos credores e acionistas implicando em ações que prezam pela incorporação adequada dos eventos econômicos nas demonstrações contábeis (Ding et al., 2022). Por esse motivo, a experiência financeira pode ser relevante na discussão com o custo de capital, pois Strobl (2013) argumenta que ações de gestores em direção ao aumento da qualidade das demonstrações contábeis são notados pelos investidores e credores quando alocam capital na companhia.

Wong e Hooy (2018) descrevem que a experiência no governo aumenta a capacidade gerencial do CEO ao possibilitá-lo entender as dinâmicas burocráticas dos órgãos governamentais e as relações desses órgãos com empresas privadas em momentos de cessão de empréstimos. Em função disso, quando necessitam da obtenção de recursos financeiros tendem a possuir laços profissionais com servidores públicos que podem facilitar o acesso a empréstimos com custos mais baixos (Tee, 2018). Por esses laços profissionais, Boubakri et al. (2012) argumentam que o perfil do CEO é moldado ao ponto de a experiência no governo ser considerada pelos investidores quanto ao nível de risco e custo do capital alocado na firma.

A experiência como conselheiro acrescenta o perfil do CEO ao proporcionar a capacidade de entendimento das dinâmicas e ações dos membros do conselho de administração (Zhu & Chen, 2015). Os autores Zajac e Westphal (1996) explicam que esse entendimento leva ações desse gestor em direção ao ganho de poder sobre o conselho de administração para mitigar o monitoramento exercido sobre a diretoria executiva. O ganho de poder do CEO sobre o Conselho de Administração, de acordo com Collins e Huang (2011), é percebido por acionistas e investidores como um elemento de custo adicional de agência gerando maior risco do capital alocado na empresa. Por esse motivo, a experiência como conselheiro pode moldar o perfil do CEO ao ponto de influenciar o custo de capital.

Nesse sentido, justifica-se a concentração do estudo sobre a experiência na área financeira, no governo e como conselheiro por influenciarem na construção do perfil dos gestores de alto escalão executivo repercutindo em ações que reverberam no custo de capital. As experiências profissionais do CEO também podem ser relevantes quando associadas com a comparabilidade. Ding et al. (2022) revelaram que os reflexos da comparabilidade tendem a ser influenciados pelas experiências profissionais do CEO. Esse raciocínio é complementado por Arianpoor e Efazati (2023) que os reflexos dessa característica qualitativa são sensíveis ao

ambiente corporativo que, de acordo com Hambrick (2018) e Frost et al. (2023), é moldado pelas experiências profissionais dos CEOs.

Quando considerado os reflexos da comparabilidade no custo de capital, estudos anteriores (Imhof et al., 2017; Su et al., 2018; Majeed & Yan, 2022) desconsideraram que esta relação pode sofrer efeitos das experiências profissionais do CEO. Imhof et al. (2017) sugerem que a relação entre comparabilidade e custo de capital não ocorre de modo indiscriminado em todas as empresas, pois depende de ações promovidas pela alta cúpula executiva. Por esse motivo, entender os efeitos provocados pelas experiências profissionais do CEO avança diretamente sob uma nova ótica a relação entre a comparabilidade e o custo de capital no âmbito nacional e internacional.

Em relação ao ambiente brasileiro, Reina et al. (2019) relataram que havia uma carência de estudos sobre os reflexos proporcionados pela comparabilidade no Brasil. Essa carência também se estende quanto aos reflexos no custo de capital, pois os poucos estudos que buscaram entender esta relação se concentraram em empresas dos EUA (Imhof et al., 2017) e China (Su et al., 2018; Majeed & Yan, 2022). Ribeiro et al. (2016b) destacam que o Brasil foi um dos ambientes institucionais que experimentou consideravelmente o aumento da comparabilidade após a adoção das normas internacionais de contabilidade. Esse aumento tornou as demonstrações contábeis significativamente mais úteis em um ambiente institucional que anteriormente a contabilidade era regida por normas fiscais que impedia a adequada incorporação dos eventos econômicos.

O ambiente brasileiro também ganha destaque por ser dotado de mais assimetria informacional em relação a mercados desenvolvidos (Silva & Cunha, 2019) possuindo considerável períodos de instabilidade econômica (Schwarz & Dalmácio, 2021; Marschner & Ceretta, 2021) que afetaram significativamente o risco e custo de alocação de capital de agentes que transacionam com a firma (Marschner & Ceretta, 2021). Por todas essas razões, a comparabilidade ganha relevância ao ser associada com o custo de capital, ainda mais quando considerada as experiências profissionais que, de acordo com Frost et al. (2023) e Wahab et al., (2020), são características relevantes do perfil do CEO para os investidores e credores.

Este estudo gera contribuições teóricas e práticas. Quanto às contribuições teóricas, destaca-se avanços à Teoria dos Escalões Superiores, pois as experiências profissionais do CEO desempenham ações que também tendem a gerar efeitos nos reflexos proporcionados pela comparabilidade no custo de capital. Isso faz com que haja um novo olhar entendendo que esses reflexos não são indiscriminadamente lineares em todas as empresas porque tende a depender do perfil profissional dos CEOs, sendo um avanço às discussões presentes nos estudos Imhof

et al. (2017), Su et al. (2018) e Majeed e Yan (2022). Esse novo olhar também contribui aos trabalhos de Ding et al. (2022) e Sousa et al. (2022b) ao promover evidências que as experiências profissionais do CEO não afetam apenas a comparabilidade, mas também se estende ao interferir nos reflexos proporcionados por esta característica qualitativa de melhoria considerando o custo de alocação de capital.

Em termos práticos, o estudo contribui ao entender como as experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro são relevantes para agentes que transacionam recursos financeiros com a companhia. Essa relevância ocorre ao entender como as experiências profissionais do CEO são levadas em consideração pelos credores e investidores quanto ao risco de alocação de capital. Assim, pode-se auxiliar os acionistas a entenderem como o perfil do CEO também é entendido pelos agentes externos com capacidade de alterar o custo de capital arcado pela firma, sendo um entendimento relevante principalmente em situações de contratação de um novo CEO.

Outra contribuição prática concerne aos credores e investidores. Esses usuários podem ser auxiliados ao entenderem o efeito de cada experiência profissional do CEO sobre o fenômeno comparabilidade das demonstrações contábeis. No caso dos credores, poderão saber se necessitarão de informações adicionais para compreender a saúde financeira da empresa em momentos de cessão de empréstimos e financiamentos. Para os acionistas, considerar as experiências profissionais do CEO auxilia na redução do risco quanto à tomada de decisão sobre alternativas de investimento, sobretudo em empresas que possuem alto nível de comparabilidade em suas demonstrações.

Em termos metodológicos, o presente estudo avança na discussão ao mensurar de forma mais detalhada as experiências do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro. Essa contribuição ocorre porque os estudos que avaliaram a experiência do CEO na área financeira (Güner et al., 2008; Custódio & Metzger, 2014; Gounopoulos & Pham, 2018; Bortoli & Soares, 2019), no governo (Wong & Hooy, 2018; Tee, 2018; Tee, 2019) e como conselheiro (Zajac & Westphal, 1996; Farag & Mallin, 2018; Zhu et al. 2020) apenas utilizaram medidas dicotômicas para verificar se CEO tinha ou não essas experiências profissionais, desconsiderando o tempo de experiência. Para aprofundar a mensuração dessas experiências profissionais, além de considerar o tempo de experiência este estudo também esmiuça a forma de medição da experiência na área financeira, no governo e como conselheiro. A mensuração mais detalhada ocorre devido ao fato que essas experiências possuem nuances por serem compostas pela ocupação de diferentes cargos. Em função disso, foi desenvolvido um

instrumento para medir as nuances de cada uma dessas experiências para mensurá-las de forma mais completa.

Com relação à originalidade, esta pesquisa se preocupa com a atuação das experiências profissionais do CEO nas contribuições proporcionadas pela comparabilidade na redução do custo de capital com base na Teoria dos Escalões Superiores. O presente estudo inova ao investigar a relevância das experiências profissionais do CEO, que por alterarem a base cognitiva e os valores desses gestores, tendem a atuar em decisões corporativas que interferem nos reflexos da comparabilidade. Sobre essa discussão, não foram encontrados estudos que exploraram a ótica dos efeitos propiciados pelas experiências profissionais do CEO, sendo uma oportunidade de promover explicações para os reflexos da comparabilidade das demonstrações que beneficia diretamente a decisão de investidores e credores quanto à alocação de capital.

1.5 DELIMITAÇÃO DA TESE

Dentre as delimitações da pesquisa, destaca-se a utilização das experiências profissionais do CEO relacionadas à área financeira, no governo e como conselheiro. Isso se deve ao fato de o CEO ser o principal responsável pela aprovação das decisões estratégicas. (Hambrick & Finkelstein, 1987; Hambrick, 2018). Em complemento, Hambrick (2018) argumenta que o CEO é responsável pela seleção dos membros que compõem a diretoria executiva tendendo a contratar diretores executivos que partilham de seus valores moldados, por exemplo, pelas experiências profissionais.

Em relação à comparabilidade, considerou-se o entendimento de Simmons (1967), Zeff (2007), Ribeiro (2014) e Kim et al. (2016) que o reconhecimento adequado dos eventos econômicos faz com que as demonstrações contábeis retratem melhor a realidade econômica da companhia tornando-as mais comparáveis. Com base nisso, escolheu-se o método da Similaridade da Função Contábil desenvolvido por DeFranco et al. (2011) para mensurar a comparabilidade. Apesar de estudos posteriores terem apresentado adaptações desse método (Lang et al., 2010; Barth et al, 2012; Cascino & Gassen, 2015), os autores Francis et al. (2014) explicam que o modelo de DeFranco et al. (2011) é o mais adequado para capturar a incorporação dos eventos econômicos na elaboração das demonstrações contábeis.

Além disso, delimita-se o intervalo temporal entre os períodos de 2015 e 2022 porque é o período possível para que se calcule a comparabilidade das demonstrações contábeis e a métrica de custo de capital próprio e custo médio ponderado de capital considerando apenas o

período após o período de harmonização obrigatória das normas *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil.

1.6 ORGANIZAÇÃO DA TESE

Além deste primeiro capítulo que trata sobre a contextualização, problema de pesquisa, objetivos e justificativas, esta tese está organizada em mais quatro capítulos. O segundo capítulo versa sobre a fundamentação teórico-empírica onde é discorrido sobre a Teoria dos Escalões Superiores e experiências profissionais do CEO; comparabilidade das demonstrações contábeis; e apresentação das hipóteses. No terceiro capítulo é contemplado aspectos relacionados aos procedimentos metodológicos. Ao longo do quarto capítulo são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa. Por último, no quinto capítulo são expostas as conclusões e as implicações da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

Neste capítulo são apresentados os elementos teóricos da Tese que está amparada na Teoria dos Escalões Superiores (TES). Além da teoria de base, discute-se as experiências profissionais do CEO, a Comparabilidade das Demonstrações Contábeis. Depois, mostra-se o efeito moderador da experiência profissional na relação entre comparabilidade e no custo de capital das empresas.

2.1 TEORIA DOS ESCALÕES SUPERIORES E EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO

Os gestores de alto escalão exercem influência sobre as decisões operacionais e financeiras de uma companhia. Por possuírem racionalidade limitada, utilizam-se da base cognitiva e de valores pessoais para a tomada de decisões (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007; Wang et al., 2012), sendo esse raciocínio o centro da discussão da Teoria dos Escalões Superiores.

Essa teoria foi inserida no contexto acadêmico com a publicação de Donald Hambrick e Phyllis Mason em 1984 direcionando o foco das observações empíricas para os executivos de alto escalão. Isso porque os executivos de alto escalação são os principais tomadores de decisões nas empresas e, por esse motivo, têm a maior influência na condução operacional e financeira da empresa (Michelon, 2019). Além disso, a publicação de Hambrick e Mason (1984) foi um divisor de águas para entender como a base cognitiva, os valores e os aspectos individuais dos gestores interferem nas estratégias decisórias das firmas.

A TES tem papel importante ao decodificar a interferência da base cognitiva e os valores dos gestores nas decisões estratégicas embasadas em aspectos da Teoria Comportamental. A TES teve significativas contribuições do trabalho de Simon (1955) que foi o responsável por discutir a figura do *homo economicus*, tido como homem racional que maximiza as decisões financeiras, ao propor que os indivíduos são dotados de racionalidade limitada. As contribuições de Simon (1955) para as discussões da racionalidade limitada são relevantes, pois contrapõem um dos principais alicerces da Teoria Econômica Neoclássica ao evidenciar que os fatores comportamentais atuam na interpretação de contextos vivenciados por indivíduos, influenciando diretamente em suas opções de decisões.

A abordagem de Simon (1955) recebeu contribuições posteriores em diversos estudos clássicos. Cyert e March (1963) discorreram que a percepção sobre o contexto que os indivíduos

tomam decisões não sofre influência apenas de fatores comportamentais oriundos da orientação cognitiva, mas também de valores intrínsecos a cada indivíduo. Assim, os fatores comportamentais não atuam com a mesma intensidade em todas as decisões tomadas. Isso porque as decisões são influenciadas pela complexidade do cenário em que o indivíduo está envolvido e, portanto, enseja níveis diferenciados de fatores comportamentais (Hambrick & Mason, 1984; Michelon, 2019). Considerando essa premissa, Hambrick e Mason (1984) argumentam que gestores da alta cúpula executiva de uma companhia são os indivíduos mais afetados pelos fatores comportamentais para interpretar as situações corporativas devido à carga de complexidade.

Nesse sentido, a base cognitiva e valores decorrentes da racionalidade limitada dos gestores influenciam diretamente as decisões operacionais e financeiras de uma empresa (Hambrick, 2018), fazendo com que quanto mais complexa for a decisão mais fatores comportamentais estarão alinhados à TES (Hambrick & Mason, 1984; Michelon, 2019). Com base nesse raciocínio, Hambrick e Mason (1984) desenvolveram um modelo de processamento de informação comportamental que ancora a Teoria dos Escalões Superiores.

Esse modelo possui duas proposições. A primeira é de que os gestores de alto escalão atuam na interpretação de diferentes cenários, escolhendo as estratégias a partir de seus valores e bases cognitivas. Por esse motivo, os gestores possuem percepções diferentes sobre situações corporativas configuradas como ameaças, oportunidades ou necessidade de prospecções de resultados em períodos futuros (Hambrick & Mason, 1984; Silva, 2023). Isso faz com que haja decisões distintas a depender dos atributos pessoais dos gestores (Hambrick & Mason, 1984; Bortoluzzi et al., 2016; Michelon 2019).

A segunda proposição pauta-se no argumento que os valores e a base cognitiva dos gestores são influenciados por fatores observáveis. Esses fatores observáveis são as características individuais ligados aos atributos pessoais e as experiências vivenciadas que moldam a percepção do gestor na forma como ele percebe o mundo à sua volta (Michelon, 2019; Hambrick & Mason, 1984). Sendo, a idade, a formação acadêmica e as experiências profissionais as características individuais principais que moldam a base cognitiva e os valores dos indivíduos (Hambrick & Mason, 1984).

A idade é uma característica pessoal que molda as percepções do gestor ao longo do tempo, estando intrinsecamente alinhada às experiências e situações vivenciadas. Assim, a idade é preditora para o modo como o gestor toma as decisões corporativas. Estudos reportam que quando jovens, os gestores se concentram em projetos mais arriscados que produzem resultados de curto prazo com o propósito de aumentar o desempenho da companhia e, por consequência,

melhorar a sua reputação frente aos seus pares e acionistas potenciais (Hirshleifer, 1993; Eduardo & Poole, 2016; Mendes et al., 2019). Quando mais velhos, há uma mudança de comportamento, e os gestores tendem, de acordo com Hirshleifer (1993) e Prendergast e Stole (1996), a serem mais conservadores e avessos ao risco corporativo.

Outra característica individual discutida sob a lente da TES é o gênero dos gestores. Vandegrift e Brown (2005) argumentam que gênero do gestor possui estreita relação com o nível de conservadorismo. Observaram empiricamente que as mulheres tendem a optar por decisões corporativas mais conservadoras devido à maior aversão aos riscos, em comparação aos homens. Faccio et al. (2016) estudaram empresas de capital fechado em 41 países da Europa e constataram que a presença de mulheres no alto escalão das companhias implica na redução do risco corporativo; resultado parecido foi verificado por Gomez-Mejia et al. (2019) em empresas que participam dos principais índices do mercado acionário dos EUA e no estudo de Bufarwa et al. (2020) em companhias do mercado acionário do Reino Unido.

A diversidade de gênero também foi observada nos estudos de Westphal e Milton (2000) e Poletti-Hughes e Briano-Turren (2019) com a constatação que altas cúpulas executivas mais diversificadas, quanto ao gênero dos membros de sua composição, tendem a desenvolver discussões mais aprofundadas possibilitando uma maior gama soluções para os problemas complexos. Outros estudos também consideraram a diversidade de gênero, por exemplo, Khaw et al. (2016) se concentraram em empresas que negociam no mercado de capitais da China; Poletti-Hughes e Briano-Turren (2019) em companhias de países da América Latina; Abou-El-Sood (2019) em bancos que participam do Conselho de Cooperação do Golfo; Teodósio et al. (2021) em empresas do mercado de capitais da Tunísia e descobriram que a diversidade de gênero reduz o risco corporativo.

Quanto à característica formação acadêmica, a literatura concentrou esforços em entender os impactos da formação na área de negócios (administração, contabilidade e economia). Patzelt et al. (2008) comentam que as escolas de negócios ensinam competências para identificar e gerenciar riscos financeiros, bem como a realização de projeções financeiras com maior nível de acurácia que são utilizadas na gestão de empresas. Nesse sentido, empresas geridas por gestores com formação na área de negócios tendem a apresentar desempenhos econômico-financeiros superiores (Bertrand & Schoar, 2003; King et al., 2016; Saidu, 2019; Villalba-Ríos et al. 2022). Não obstante, Miller e Xu (2019), Garcia-Blandon et al. (2019) e Shen et al. (2022) também argumentaram que gestores com *Master in Business Administration* (MBA), Mestrado e Doutorado têm mais profundidade nas decisões que envolvem as práticas financeiras.

Além da formação acadêmica, há diferentes experiências profissionais que também moldam as percepções dos indivíduos e que têm despertado a atenção de estudos recentes. Dentre esses tipos, destacam-se as experiências na área financeira (Custódio & Metzger, 2014; Gounopoulos & Pham, 2018), no governo (Wong & Hooy, 2018; Luo et al., 2020) e como conselheiro (Farag & Mallin, 2018; Zhu et al., 2020).

A experiência na área financeira é caracterizada pela ocupação de cargos em bancos ou empresas de investimentos, como a função de auditor, *Chief Financial Officer* (CFO), contador, tesoureiro, vice-presidente de finanças (Custódio e Metzger, 2014; Gounopoulos & Pham, 2018). Os autores Guner et al. (2008) e Custódio e Metzger (2014) argumentam que gestores do alto escalão, com ocupação prévia em algum desses cargos, possuem mais capacidade para entender as políticas financeiras da empresa e mais facilidade na obtenção de recursos junto às instituições financeiras por entenderem das finanças e da contabilidade da empresa. Esse benefício também pode estar aliado à melhor capacidade de gestão financeira que, por sua vez, torna a companhia financeiramente mais sofisticada. Por esse motivo, Custódio e Metzger (2014) argumentam que tais gestores conseguem aumentar o caixa e possuem maior capacidade de aumento de endividamento em períodos mais restritivos decorrentes da instabilidade econômica que provocam aumento da inadimplência.

E ainda, Gounopoulos e Pham (2018) mencionam que a experiência na área financeira auxilia os CEOs a entenderem as políticas contábeis que são utilizadas na elaboração das demonstrações contábeis. As políticas contábeis são atributos relevantes em termos de qualidade das demonstrações contábeis. Por esse motivo, a experiência na área financeira beneficia os acionistas na redução da assimetria informacional (Gounopoulos & Pham, 2018; Ding et al., 2022).

A experiência no governo ocorre quando um gestor possui passagem em cargos governamentais relevantes com incumbência de tomadas de decisões que provocam reflexos na sociedade (Wong & Hooy, 2018). Essa experiência, de acordo com Gomez (2003) e Wong e Hooy (2018) faz com que os gestores compreendam melhor as dinâmicas internas dos altos escalões do governo, além proporcionar a construção de laços profissionais com servidores públicos. Os laços desenvolvidos são conexões políticas que podem ser ativadas para obtenção de benefícios para o próprio gestor ou para a organização em que esteja vinculado (Wong & Hooy, 2018; Tee, 2018).

Assim, quando as conexões políticas são ativadas, são transformadas em atributos que aumentam a vantagem estratégica e competitiva das empresas. Tao et al. (2017) discorrem que

uma dessas vantagens estratégicas é a facilidade dos gestores em obter subvenções governamentais para aumentar o desempenho organizacional.

As conexões políticas, além de propiciarem mais facilidade na obtenção de subsídios governamentais, também geram facilidade de obtenção de empréstimos junto a instituições financeiras estatais (Chen et al., 2014; Hung et al., 2017). Com isso, a presença de gestores com experiência prévia no governo é um ponto importante para composição do alto escalão executivo. Esse fato, ganha importância em países emergentes, pois possuem maior participação do governo na economia por meio de incentivos dos meios privados de produção (Luo et al., 2020).

Quanto à experiência como conselheiro, Hambrick e Finkelstein (1987) explicam que, graças à posição hierárquica, o CEO possui poder de influenciar as decisões corporativas. Por esse motivo, estudar como os valores desse gestor são transmitidos para o restante dos membros que compõem a alta cúpula executiva da empresa é relevante para entender como as decisões nas empresas são tomadas. Nesse contexto, a atuação prévia como conselheiro ajuda a ter uma visão mais ampla sobre a empresa e compreender a lógica das dinâmicas da diretoria executiva e do conselho de administração (Anderson et al., 2011; Farag & Mallin, 2018).

O entendimento dessas dinâmicas do conselho de administração faz com que o CEO compreenda de melhor forma os procedimentos utilizados pelos conselheiros para monitorar a diretoria executiva (Zajac & Westphal, 1996; Zhu & Chen, 2015). Os autores Zajac e Westphal (1996) comentam que isso é um recurso precioso para realizar medidas com o propósito de influenciar indiretamente as decisões do conselho de administração. Até porque a experiência prévia como conselheiro auxilia o CEO para identificar e cooptar diretores alinhados aos seus interesses particulares e disseminar seus posicionamentos nesse organismo de governança (Pfeffer, 1981; Zajac e Westphal, 1996). Além do mais, como argumentado por Pfeffer (1981), essa experiência prévia auxilia na capacidade de induzir os diretores cooptados a realizarem coalizões com conselheiros independentes a partir da troca de favores para aumentar o poder indireto do CEO dentro do conselho de administração.

A experiência como membro do conselho de administração também amplia a rede de contatos que possibilitam mais trocas de informações e conhecimentos sobre a implementação de práticas inovadoras que são realizadas em outras companhias (Orens & Reheul, 2013; El-Khatib et al., 2015).

As características individuais do CEO representam recursos imateriais importantes para as empresas por serem valores transmitidos para os demais gestores do alto escalão executivo. Desse modo, as experiências profissionais prévias que moldam a forma como CEO

conduz as empresas e de enxergar o mundo corporativo se refletem nas decisões estratégicas durante o seu mandato na condução da firma. Consequentemente, as experiências do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro são fatores que estão interligadas com a Teoria dos Escalões Superiores propiciando avanços nas discussões acadêmicas na área finanças e mercado de capitais, ainda considerada insipiente o cenário brasileiro e internacional. Essas discussões ganham ainda mais relevância quando são alinhadas com aspectos relacionados à elaboração e comparação das demonstrações contábeis que impactam diretamente em decisões sobre o custo de capital de capital das companhias.

2.2 COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis produzem as informações para o processo decisório dos usuários externos. Pereira (2013) e Guimarães e Rover (2018) comentam que essas demonstrações contêm informações importantes para auxiliar os investidores e credores em decisões que demandam a análise financeira das empresas. Com a finalidade de cumprir o papel de auxiliar os usuários externos é necessário que as informações sejam úteis e, por esse motivo, Ribeiro (2014) menciona que atributos que aumentam a utilidade das demonstrações contábeis, como as características qualitativas da informação contábil, devem ser preservados.

As características qualitativas da informação contábil são segmentadas em dois grupos: (i) características qualitativas fundamentais; e (ii) características qualitativas de melhoria. A Estrutura Conceitual da Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral – NBC TG 00 (2019) destaca que o primeiro grupo é constituído por duas características: a relevância e representação fidedigna. Essas características são consideradas fundamentais por garantirem a segurança das informações contábeis possibilitando o auxílio na tomada de decisões pelos usuários externos. Já as características qualitativas de melhoria tornam as informações contábeis ainda mais úteis aos usuários externos da contabilidade, sendo constituídas pela comparabilidade, capacidade de verificação, tempestividade e compreensibilidade (NBC TG 00, 2019; Sarquis, 2019).

A característica qualitativa de melhoria relacionada à comparabilidade se tornou o centro das atenções pelos órgãos reguladores, principalmente durante o processo de harmonização das normas contábeis. Isso ocorreu porque um dos principais propósitos da implementação dessas normas era possibilitar que os investidores e credores pudessem comparar demonstrações contábeis de companhias de diferentes países (Yip & Young, 2012; Cascino & Gassen, 2015). Em complemento, Ribeiro et al. (2016a) argumentam que esse

propósito tinha ainda mais relevância em países que possuíam padrões contábeis baseados em regras significativamente restritivas, pois também dificultavam a comparação entre empresas de um mesmo país. Por essas razões, a comparabilidade foi uma das principais bandeiras levantadas para implementação das normas internacionais de contabilidade pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).

A comparabilidade é apresentada pela Estrutura Conceitual da Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral – NBC TG 00 como uma característica qualitativa de melhoria que permite compreender as semelhanças e diferenças de ao menos dois itens reconhecidos nas demonstrações contábeis. Por isso, a comparabilidade permite que as demonstrações contábeis sejam mais úteis ao auxiliar, por exemplo, os investidores na escolha de diferentes alternativas de investimento (NBC TG 00, 2019).

Apesar desse entendimento, o conceito da comparabilidade somente foi alcançado a partir de diferentes debates. Sarquis (2019) comenta que esses debates ocorreram por anos, pois a comparabilidade é uma característica que não pode ser observada diretamente e, portanto, necessita de diferentes ângulos. As primeiras discussões sobre o conceito da comparabilidade ocorreram na década de 1960 com as publicações de Robert Trueblood em 1966, Eldon Hendricksen em 1967 e John Simmons em 1967.

Em um sentido mais amplo, Hendricksen (1967) definiu a comparabilidade como um atributo que permite a adequada comparação quando itens são suficientemente semelhantes. Essa definição foi relevante para iniciar um debate com objetivo de criar um conceito exclusivo para a comparabilidade, até porque o trabalho de Hendricksen (1967) foi um divisor de águas ao desvencilhar a comparabilidade da uniformidade. A uniformidade era vista por uma parte da academia como uma meta a ser alcançada no processo de elaboração das demonstrações contábeis. Isso mesmo com discussões, por exemplo May (1938) e Hendricksen (1967), que apontavam que a uniformidade não necessariamente torna as demonstrações contábeis úteis, pois não permite que os preparadores julguem adequadamente os eventos econômicos para que sejam reconhecidos na contabilidade.

Trueblood (1966) apresentou um conceito mais completo em relação ao de Hendricksen (1967), mencionando que a comparabilidade permite que atributos semelhantes pareçam ser semelhantes e atributos distintos pareçam distintos. Esse entendimento foi complementado por Simmons (1967) ao definir a comparabilidade como uma característica que decorre do reflexo das circunstâncias econômicas e que permite distinguir que itens semelhantes pareçam semelhantes e que itens diferentes pareçam diferentes. Além disso, Simmons (1967) acrescenta que a comparabilidade é uma meta a ser alcançada.

A relevância da comparabilidade continuou presente nos trabalhos de Zeff (2007), DeFranco et al. (2011) e Ribeiro (2014). Esses estudos apresentaram o raciocínio de que as circunstâncias econômicas devem ser refletidas adequadamente no processo de elaboração das demonstrações contábeis.

Assim, a comparabilidade passou a ser entendida como o uso de práticas contábeis similares por, pelo menos, duas empresas em relação ao reconhecimento, mensuração e evidenciação de eventos econômicos (Simmons, 1967; Zeff, 2007; Ribeiro, 2014). Por isso, o reconhecimento adequado dos eventos econômicos faz com que as demonstrações contábeis retratem melhor a realidade econômica da companhia, proporcionando maior compreensão sobre o desempenho econômico, financeiro e operacional das empresas (Kim et al., 2016). Quanto maior a comparabilidade, maior a utilidade das demonstrações contábeis para análise dos eventos econômicos ocorridos na companhia por parte dos usuários externos (Ribeiro, 2014; Reina et al., 2019).

Para Zeff (2007) e Reina et al. (2019), a comparabilidade vai além de verificar se empresas que atuam no mesmo setor utilizaram os mesmos procedimentos contábeis em períodos distintos. Em sentido amplo, requer o entendimento subjacente de todo o processo de mensuração, reconhecimento e evidenciação de eventos econômicos ao longo do tempo. Consequentemente, a comparabilidade depende de dois aspectos: (i) ambiente institucional e (ii) método de mapeamento dos eventos econômicos.

Quanto ao ambiente institucional, a regulação contábil determina quais são os critérios que podem ser utilizados para reconhecer os eventos econômicos. Ambientes institucionais com procedimentos contábeis mais restritivos, como os fundamentados em regras, fazem com que os contadores tenham um número reduzido de escolhas, o que prejudica o reconhecimento acurado dos eventos econômicos (Zeff, 2007; Ribeiro, 2014).

Já o método de mapeamento do evento econômico, depende de decisões internas dos gestores e da influência da auditoria externa na contabilidade da empresa (Zeff, 2007; Ribeiro, 2014). Assim, as motivações culturais dos gestores e a influência da auditoria externa induzem os preparadores a reconhecerem os eventos econômicos de modo mais acurado e conservador nas demonstrações contábeis (Zeff, 2007; Francis et al., 2014; Jiu et al., 2020).

Apesar da comparabilidade ser uma característica discutida há décadas como benéfica para os investidores e os credores (Simmons, 1967; Hendriksen, 1967), ela voltou ao cerne das discussões científicas após a implementação das Normas Internacionais de Contabilidade. Isso porque as normas internacionais se baseiam em princípios e favorecem a discricionariedade na escolha de procedimentos contábeis para o reconhecimento de eventos econômicos (Yip &

Young, 2012; Liao et al., 2012). Yip e Young (2012) constataram que a comparabilidade das demonstrações contábeis das empresas de 17 países europeus aumentou significativamente após a implementação das normas internacionais, quando se compara empresas sediadas no mesmo país e em países diferentes. O mesmo resultado foi encontrado por Neel (2017) em uma análise com 23 países da União Europeia; por Brochet et al. (2013) em empresas do mercado de capitais do Reino Unido; por Cascino e Gassen (2015) em companhias alemãs e italianas; por Ribeiro et al. (2016a) e Ribeiro et al. (2016b) em empresas brasileiras.

Estudos realizados em empresas dos EUA por (Kim & Lim, 2017), no Irã por (Zafari et al., 2019) e na China por (Majeed & Yan, 2022) demonstraram que a comparabilidade está aliada à redução da assimetria informacional. DeFranco et al. (2011) considerando empresas americanas e Petaibanlue et al. (2015) empresas europeias constataram que a comparabilidade aumenta a capacidade dos analistas de mercado preverem com mais precisão os resultados do próximo período. Kim et al. (2018) estudando empresas americanas e Guimarães e Rover (2022) empresas brasileiras, descobriram que a comparabilidade leva a reações mais significativas do mercado quando o lucro é divulgado. Além disso, a comparabilidade também está relacionada à redução do custo de capital da empresa.

2.3 COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS, EXPERIÊNCIA PROFISSIONAL E CUSTO DE CAPITAL

Imhof et al. (2017) e Majeed e Yan (2022) argumentam que a comparabilidade das demonstrações contábeis reduz o custo de capital. Isso ocorre porque demonstrações mais comparáveis aumentam a capacidade dos credores e acionistas em avaliarem a situação financeira da empresa (Su et al., 2018). Em função disso, os acionistas conseguem fazer uma avaliação mais acurada sobre o retorno do capital investido que, por consequência, diminui o custo de capital próprio (Imhof et al., 2017). Já os credores conseguem avaliar de forma mais precisa a capacidade de pagamento da empresa implicando na redução do custo de capital (Su et al., 2018; Imhof et al., 2017).

O estudo de Imhof et al. (2017) em empresas americanas evidenciou que a comparabilidade das demonstrações contábeis está negativamente relacionada ao custo de capital próprio. Os estudos de Su et al. (2018) e Majeed e Yan (2022) em empresas chinesas constataram que a comparabilidade provoca redução no custo de capital de terceiros. Ainda que esses estudos mostrem que há uma relação negativa e significativa entre a comparabilidade e o custo de capital, defende-se nesta tese que essa relação não ocorra na mesma intensidade

em todas as empresas. Essa intensidade pode ser alterada quando considerado fatores que moldam o ambiente corporativo.

Arianpoor e Efazati (2023) comentam que o reflexo da comparabilidade depende da cultura das pessoas que conduzem o ambiente corporativo. Para Ding et al. (2022) isso ocorre principalmente em função das características pessoais dos membros de alto escalão que participam da gestão das empresas. Esses gestores, por serem responsáveis pelas principais decisões, tendem a utilizar o seu poder de escolhas em questões estratégicas que afetam o custo de capital. Dentre esses gestores, destaca-se o CEO que é responsável pelas principais decisões corporativas além de ser o gestor responsável pela contratação dos membros que compõem diretoria executiva (Wang et al., 2012; Hambrick, 2018).

A influência dos CEOs nas decisões corporativas pode ser explicada à luz de suas bases cognitivas e de seus valores que são reflexos de suas características individuais (Hambrick & Mason, 1984; Wang et al., 2012; Hambrick, 2018). A Teoria dos Escalões Superiores (TES) proposta por Hambrick e Mason (1984) postula que as características individuais são indutoras da percepção dos gestores na avaliação de cenários corporativos que necessitam de decisões complexas. Dentre essas características individuais, destacam-se as experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro que tendem a estar relacionadas a ações que influenciam o custo de capital das empresas. Por esse motivo, podem alterar a intensidade dos reflexos da comparabilidade na redução do custo de capital.

A experiência na área financeira, por exemplo, faz com que o CEO preze pela implementação de práticas que aumentam a sofisticação financeira da companhia, tornando os investimentos mais eficientes e aumentando o desempenho (Custódio & Metzger, 2014). Por essa razão, haveria incentivos indiretos que os preparadores elaborassem demonstrações contábeis com maior nível de qualidade e reduzisse ainda mais os custos de capital (Matsunaga & Yeung, 2008; Jiang et al., 2013; Gounopoulos & Pham, 2018). Por consequência, também reduziria o custo informacional (Feng et al., 2011; Ding et al., 2022) e o risco percebido pelos credores e investidores sobre a empresa (Su et al., 2018).

Strobl (2013) explica que a redução do risco percebido pelos credores e investidores devido ao aumento de qualidade das demonstrações implica na redução do custo de capital. Em um estudo com empresas de 85 países, Shen e Huang (2013) descobriram que demonstrações com maior nível de qualidade reduz o custo de capital com terceiros; resultados idênticos também foram encontrados no estudo de Orazalin e Akhmetzhanov (2019) em empresas do Cazaquistão; por Gao et al. (2020) em empresas da China; por Muttakin et al. (2020) em

empresas na África do Sul; por Avabruth e Padhi (2023) em empresas da Índia. Portanto, a experiência financeira do CEO está associada à redução do custo de capital.

Por outro lado, Feng et al. (2011) alertam que a experiência na área financeira, por proporcionar entendimento sobre o processo de elaboração das demonstrações contábeis, pode induzir os gestores a pressionarem os preparadores a manobram os resultados. Quando o resultado é manobrado tende a prejudicar o nível de comparabilidade, pois não ocorre a incorporação adequada dos eventos econômicos nas demonstrações contábeis (Sousa et al., 2020). Em razão disso, a experiência financeira poderia estar associada ao aumento do custo de capital, pois Majeed e Yan (2022) argumentam que ações que levam ao prejuízo da comparabilidade tem como consequência o aumento do risco e custo de alocação de capital dos agentes externos.

A experiência do CEO no governo favorece a compreensão do funcionamento de processos internos do governo e a aproximação com servidores públicos, auxiliando o desenvolvimento de conexões políticas que podem ser ativadas para obtenção de vantagens (Faccio, 2006; Chen et al., 2014; Wong & Hooy, 2018). Dentre essas vantagens, destaca-se a facilidade de se obter empréstimos em maiores montantes junto a instituições financeiras do governo (Chen et al., 2014; Hung et al., 2017) e com custos mais baixos (Tee, 2018).

Os estudos de Tee (2018) e Tee (2019) em empresas da Malásia; de Joni et al. (2020) e Amanat et al. (2020) em empresas da Indonésia e; de Harjan (2019) em empresas da China descobriram que companhias com gestores que tiveram experiência prévia no governo obtiveram empréstimos com menores juros, o que implica na diminuição do custo de capital de terceiros. Esse impacto foi oportunizado em função das conexões políticas (Boubakri et al., 2012) e são consideradas como fator para aumento de vantagem competitiva pelos investidores das empresas. Os financiadores entendem que há menor risco no capital investido e, por consequência, reduzem o custo de capital próprio (Boubakri et al., 2012). Os estudos de Boubakri et al. (2012) em empresas americanas; de Joni et al. (2020) em empresas indonésias e; de Wahab et al., (2020) em empresas malasianas encontraram que a experiência no governo reduz o custo de capital próprio.

Embora estudos aponte para associação da experiência no governo e redução do custo de capital (Tee, 2018; Joni et al., 2020; Wahab et al., 2020) e preservação da qualidade das informações contábeis (Bona-Sánchez et al., 2019; Khalil et al., 2022), os autores Fan et al. (2014) e Arif et al. (2023) salientam que os gestores com experiência no governo poderiam se aproveitar do fato de possuírem conexões políticas para pôr em prática ações que prejudicam aspectos da qualidade das informações contábeis. Chaney et al. (2011) e Sani et al. (2020)

revelam que isso ocorreria porque os CEOs com experiência no governo se aproveitariam da imagem positiva que possuem perante os investidores e credores como um recurso humano que tende a ter facilidade em obter recursos financeiros governamentais para a firma. Por essas razões, a experiência no governo poderia prejudicar aspectos da qualidade da informação, como a comparabilidade, que conseqüentemente atenuaria o reflexo em direção à redução do custo de capital.

Em relação à experiência como conselheiro, este é um tipo de experiência que auxilia o CEO a entrincheirar o Conselho de Administração (Pfeffer, 1981; Zajac & Westphal, 1996). Quando o Conselho de Administração é entrincheirado faz com que o CEO imponha restrições aos conselheiros na solução de problemas de agência e tenha facilidade na implementação de práticas que estão em conflito com os interesses dos acionistas (Tuggle, et al. 2010; Collins & Huang, 2011). Florackis e Ozkan (2009) e Ghouma (2017) argumentam que quando os credores e investidores percebem o entrincheiramento realizado pelo CEO, há aumento do custo de capital da organização. O estudo de Ghouma (2017) em empresas americanas descobriu que quando os CEOs entrincheiram o Conselho de Administração ocorre também aumento do custo de capital de terceiros. Em outra vertente, Collins e Huang (2011), estudando empresas americanas, e Baratiyan e Salehi (2013), estudando empresas iranianas, encontraram que o entrincheiramento do conselho de administração aumenta o custo de capital próprio. Desse modo, a experiência como conselheiro ajuda o CEO a entrincheirar o Conselho de Administração ocasionando aumento tanto do custo de capital próprio quanto de terceiros.

Ainda que a experiência como conselheiro auxilia o CEO entrincheirar o Conselho de Administração, Farag e Mallin (2018) revelam que quando isto colabora para que o CEO tenha facilidade em aprovar investimentos estratégicos e implementar práticas inovadoras, principalmente em conselhos com membros em coalizões com objetivos distintos. Isso tende a contribuir positivamente para o desempenho da empresa tornando-a mais sólida financeiramente (Farag e Mallin, 2018; Zhu et al., 2020). Portanto, a experiência como conselheiro poderia estar associada à redução do custo de capital, pois de acordo com Arena (2018) e Eliwa et al. (2021) o aumento do desempenho e solidez financeira contribui para diminuir o risco e, conseqüentemente, o custo de alocação dos agentes que transacionam com a firma.

Apesar das experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro possam impactar o custo de capital, percebe-se que as direções dessas relações são distintas a depender do tipo da experiência profissional. A maior parte da literatura indica que

a experiência na área financeira e em cargos do governo provoca redução do custo de capital, já a experiência como conselheiro aumenta o custo de capital.

Não obstante, acredita-se que as experiências profissionais atuem como elemento moderador na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital, ora amenizando ora intensificando essa relação negativa. Quando a experiência ocorre na área financeira e no governo, acredita-se que esta experiência intensifique a relação negativa entre comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Quando a experiência ocorre como conselheiro, atenua-se a intensidade da relação negativa entre a comparabilidade e o custo de capital. Sendo assim, acredita-se que:

Hipótese: As experiências profissionais do CEO moderam a intensidade da relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

Com base na discussão acima que culmina na Hipótese Teórica da Tese, propõe-se o modelo conceitual desta investigação apresentado na Figura 1.

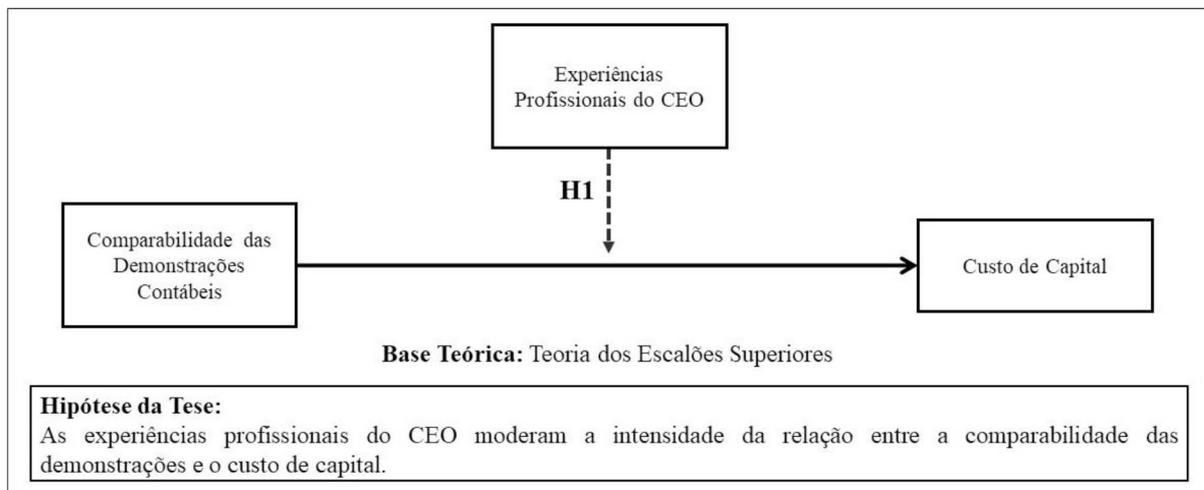


Figura 1
Modelo conceitual da tese
Fonte: elaboração própria (2023).

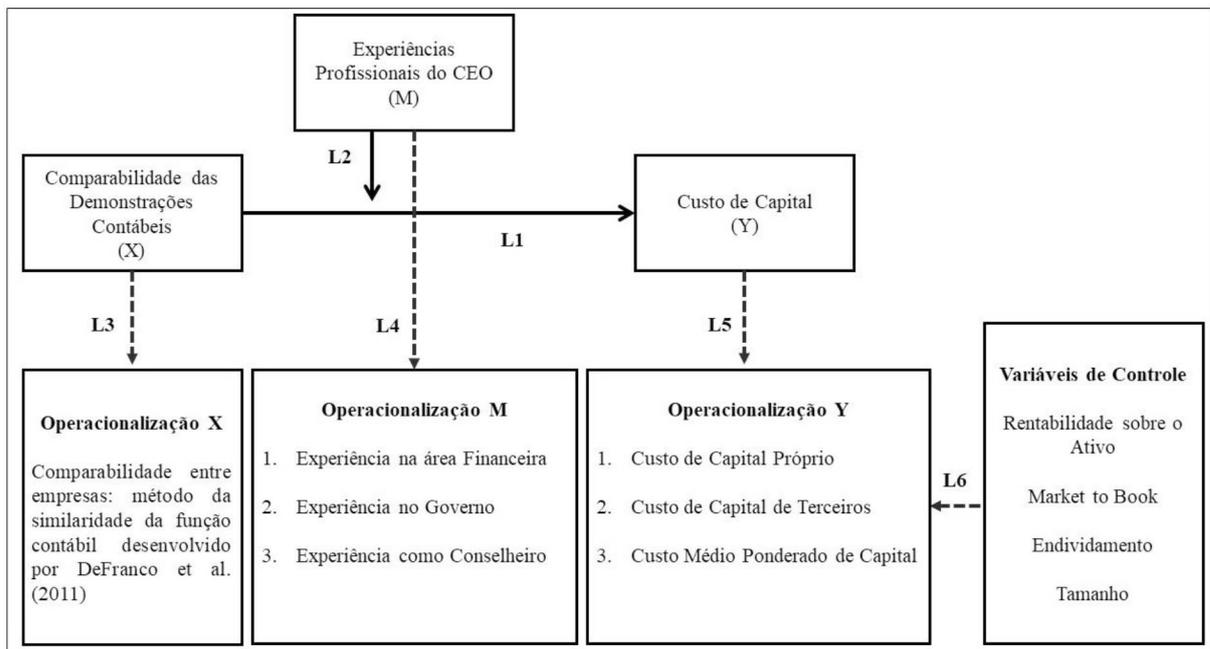
O modelo conceitual ilustra a Hipótese Teórica da Tese que a experiência do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro moldam as bases cognitivas e seus valores exercendo efeitos na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

3 METODOLOGIA

Com base no problema e objetivo desta tese, caracteriza-se essa pesquisa como: descritiva; documental por meio de um estudo longitudinal; e considerando uma abordagem com predomínio quantitativo a partir de uma postura empirista. O presente capítulo possui a descrição dos processos utilizados para a consecução desta pesquisa. Para isso, apresenta-se o modelo operacional da pesquisa; a métrica de comparabilidade das demonstrações contábeis; a proposta de mensuração das experiências profissionais do CEO; a mensuração do custo de capital; variáveis de controle; caracterizações da população, amostra e coleta de dados; apresentação dos modelos econométricos; e tratamentos estatísticos.

3.1 MODELOS TEÓRICO E OPERACIONAL DA TESE

A partir da hipótese da tese que as experiências profissionais do CEO moderam a intensidade da relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital, apresenta-se na Figura 2 a estrutura relativa à operacionalização da tese considerando as relações conceituais e operacionais com suas respectivas variáveis.



Nota: L1 = link 1; L2 = link 2; L3 = link 3; L4 = link 4; L5 = link 5; e L6 = link 6.

Figura 2

Modelo operacional da tese

Fonte: elaboração própria (2023).

A partir do objetivo desta pesquisa, a construção teórica da tese mostra o efeito moderador das experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro na relação da variável independente (explicativa) formada pela comparabilidade das demonstrações contábeis com a variável dependente (explicada) que corresponde ao custo de capital.

O link 1 prevê uma relação conceitual entre a comparabilidade das demonstrações contábeis com o custo de capital. O link 2 avalia os efeitos moderadores das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade e o custo de capital. O link 3 representa a operacionalização da comparabilidade das demonstrações contábeis. O link 4 define a operacionalização da moderação realizada pelas experiências profissionais do CEO. O link 5 consiste na operacionalização do custo de capital. Por fim, o link 6 avalia a interferência das variáveis de controle sobre a variável dependente.

3.2 VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE

Em 2004, Taplin propôs uma medida para mapear a comparabilidade das demonstrações contábeis, intitulada *T Index*. Essa medida foi desenvolvida a partir de um refinamento de técnicas já utilizadas na década de 1980 e verifica se duas ou mais empresas possuem escolhas contábeis similares. Diversos estudos utilizaram o *T Index*, a exemplo de Taplin (2010); Cairns et al. (2011); Souza et al. (2015); Coelho et al. (2016); Souza e Lemes (2016); e Guimarães e Rover (2018). No entanto, a métrica apresenta uma significativa restrição, pois ignora que as escolhas contábeis são subjacentes a um evento econômico similar (Riberto, 2014; Reina, 2017).

Em 2011, DeFranco, Kothari e Verde desenvolveram um modelo superior de comparabilidade que foi denominado Similaridade da Função Contábil. O modelo é considerado superior porque defende a necessidade do mapeamento dos eventos econômicos, pois eventos similares tendem a apresentar demonstrações mais comparáveis.

Outros estudos também propuseram métricas semelhantes a partir do raciocínio do modelo de Similaridade da Função Contábil. Lang et al. (2010) construíram uma métrica baseada na covariação dos lucros avaliando até que ponto os lucros de uma empresa possuem comovimento em relação aos lucros das companhias que atuam no mesmo setor. Com base nesse raciocínio, Lang et al. (2010) também empregaram um modelo adicional considerando a covariação dos fluxos de caixa operacionais. Embora esses modelos sejam uma adaptação ao método da Similaridade da Função Contábil, Lang et al. (2010) enfatizam que as métricas de

covariação dos lucros e dos fluxos de caixa não mensuram propriamente a comparabilidade das demonstrações contábeis, pois apenas capta a movimentação dos lucros e fluxos de caixa de uma companhia.

O método da Similaridade da Função Contábil também foi fonte de adaptações por outros estudos. Barth et al. (2012) fizeram modificações invertendo a equação tornando os retornos das ações como variável dependente em relação ao lucro do período. Além disso, empregaram o preço das ações e os fluxos de caixa na posição de variáveis dependentes. Barth et al. (2012) argumentam que essas adaptações possibilitam a mensuração mais precisa do nível de comparabilidade das demonstrações contábeis. Apesar desse argumento, o procedimento de inverter a equação proposta por Barth et al. (2012) tende a destoar da lógica discutida por Simmons (1967) e Hendricksen (1967) que a elaboração das demonstrações contábeis decorre da incorporação dos eventos econômicos subjacentes à companhia. Logo, também vai contra o raciocínio de Kothari (2001) que, baseado na lógica discutida por Simmons (1967) e Hendricksen (1967), propôs que a comparabilidade seria mensurada considerando o lucro como uma função do retorno das ações.

Já Cascino e Gassen (2015) modificaram a equação de regressão propondo que, ao invés dos retornos explicarem os lucros como função contábil da empresa, os *accruals* são explicados a partir dos fluxos de caixa operacionais. Essa modificação foi realizada para comparar empresas de capital fechado em que Cascino e Gassen (2015) enfatizam que a modificação proposta é uma alternativa para empresas que possuem baixa liquidez ou que não negociam ações no mercado de capitais.

Nesse sentido, mesmo com adaptações realizadas por estudos posteriores (Lang et al., 2010; Barth et al, 2012; Cascino & Gassen, 2015) o modelo originalmente proposto por DeFranco et al. (2011) ainda se mostra superior para medir a comparabilidade em empresas que possuem liquidez no mercado de capitais. Isso ocorre porque esse modelo possibilita medir a incorporação dos eventos econômicos nas demonstrações contábeis com base no modelo teórico proposto por Kothari (2001) que os retornos acionários elucidam o desempenho. Em razão disso, o método da Similaridade da Função Contábil atende ao pressuposto descrito por Simmons (1967) e Hendricksen (1967) que para medir adequadamente a comparabilidade das demonstrações contábeis é necessário mapear a incorporação dos eventos econômicos no processo de elaboração das demonstrações contábeis. Portanto, a medida escolhida para calcular a comparabilidade foi o método da Similaridade da Função Contábil desenvolvido por DeFranco et al. (2011).

Como primeiro procedimento para o cálculo da similaridade da função contábil, deve-se estimar a função contábil individual de cada companhia por meio de uma série temporal que compreende o trimestre atual junto aos quinze últimos trimestres (4 anos). Essa estimação é baseada em retornos acionários trimestrais (com preferência das ações ordinárias) para elucidar o Earnings calculado a partir do lucro líquido consolidado sobre o valor de mercado de cada empresa. Dessa forma, é expressa a Equação 1.

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que,

$Earnings_{it}$ = lucro líquido trimestral do fim do exercício dividido pelo valor de mercado do fim do exercício da companhia i no período t , e;

$Return_{it}$ = retorno acionário trimestral da empresa i no período t , calculado a partir do preço de fechamento das ações, ajustado para proventos e desdobramentos.

O segundo passo do modelo DeFranco et al. (2011) requer estimar os parâmetros das funções individuais esperada de cada companhia. Para isso, calculou-se o *Earnings Esperado* de cada companhia a partir dos retornos acionários da própria empresa considerando a constante (alfa) e a coeficiente angular (beta) obtidos por meio da Equação 1. Assim, foi possível estimar o *Earnings Esperado* [$E(Earnings)_{iit}$] para cada companhia por meio da Equação (2).

$$E(Earnings)_{iit} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (2)$$

Em que,

$E(Earnings)_{iit}$ = lucro líquido sobre o valor de mercado esperado da companhia i com os parâmetros da companhia i no período t , e;

$Return_{it}$ = retorno acionário trimestral da empresa i no período t , calculado a partir do preço de fechamento das ações ordinárias, ajustado para proventos e desdobramentos.

Com o $E(Earnings)_{iit}$ calculado, deve-se calcular o *Earnings Esperado* de uma determinada companhia utilizando estimadores de todas as outras companhias que pertencem ao mesmo setor. O cálculo do *Earnings Esperado* é por meio dos retornos acionários da própria empresa considerando cada constante (alfa) e a coeficiente angular (beta) obtidos por meio da Equação 1 das demais empresas do mesmo setor. Esse cálculo é realizado a partir de uma

estimação par-a-par com cada uma das empresas pertencentes ao mesmo setor de atividade econômica, conforme Equação (3).

$$E(Earnings)_{ijt} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (3)$$

Em que,

$E(Earnings)_{iji}$ = lucro líquido dividido pelo valor de mercado esperado da empresa i com os parâmetros da companhia j no período, e;

$Return_{it}$ = retorno acionário trimestral da companhia i no período t , calculado a partir do preço de fechamento das ações, ajustado para proventos e desdobramentos.

A partir da estimação do $E(Earnings)_{iit}$ e $E(Earnings)_{ijt}$ é possível estimar a distância da companhia de modo par-a-par com todas as outras companhias que pertencem ao mesmo setor. Para isso, em primeiro momento é estimada a distância do $E(Earnings)_{iit}$ e $E(Earnings)_{ijt}$ a partir da diferença em módulo dessas variáveis. O segundo procedimento consiste em submeter o $E(Earnings)_{iit}$ e $E(Earnings)_{ijt}$ à divisão por 1/16, pois são variáveis estimadas considerando o trimestre atual somado aos quinze trimestres anteriores. Em seguida, é necessário realizar a multiplicação do valor obtido por -1. Essa multiplicação é necessária para que a medida se torne mais intuitiva fazendo com que à medida que o resultado se aproxima de zero, maior é o nível de comparabilidade de uma empresa em relação à cada um de seus pares do mesmo setor. Desse modo, é expressa a Equação 4.

$$Comp_{ijt} = -\frac{1}{16} \sum_{t=15}^t |E(Earnings_{iit}) - E(Earnings_{ijt})| \quad (4)$$

Em que,

$Comp_{ijt}$ = medida de comparabilidade individual relativa da companhia i com base na empresa j no período t ;

$E(Earnings)_{iit}$ = lucro líquido sobre o valor de mercado esperado da companhia i com os parâmetros da empresa i no período t , e;

$E(Earnings)_{iji}$ = lucro líquido sobre o valor de mercado esperado da empresa i com os parâmetros da companhia j e o retorno da companhia i no período t .

Como último procedimento para mensuração da comparabilidade, DeFranco et al. (2011) mencionam ser necessário fazer a média dos resultados da Equação 4 de uma companhia em relação a cada um de seus pares de companhias do mesmo setor. Esse procedimento é necessário para que obtenha o nível de comparabilidade geral da companhia. Por causa da média ser sensível a valores extremos, deve-se estimar a comparabilidade de cada empresa a partir da mediana da comparabilidade da companhia com cada um de seus pares de empresas do mesmo setor, ao invés de utilizarem a média (Sousa et al., 2022a). Em função da mediana não ser sensível a valores extremos, esta medida será utilizada para o cálculo da comparabilidade de uma empresa em relação às companhias do mesmo setor.

3.3 VARIÁVEIS MODERADORAS

3.3.1 Experiência profissional do CEO na área financeira

A experiência na área financeira ocorre quando o CEO ocupa cargos profissionais em bancos ou empresas de investimentos, como auditor em grandes empresas de auditoria contador, tesoureiro ou *Chief Financial Officer* (Custódio e Metzger, 2014; Gounopoulos & Pham, 2018).

Assim, para medir a experiência financeira do CEO foi considerado o: (1) tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração; (2) tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller* e; (3) tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO.

3.3.2 Experiência do CEO no governo

De acordo com Faccio (2006), Wong e Hooy (2018) e Tee (2018) a experiência no governo ocorre quando o CEO ocupa cargos no governo, em empresas estatais ou autarquias do governo federal ou estadual.

Assim, para medir a experiência do CEO no governo foi considerada: (1) tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais; (2) tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal; e (3) tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais.

3.3.3 Experiência do CEO como conselheiro

De acordo com Zajac e Westphal (1996) e Farag e Mallin (2018) a experiência CEO Conselho de administração ocorre quando este tenha participado de empresas diferentes como gestor presidente. Salienta-se ainda que a experiência como conselheiro pode ser adquirida como membro interno ou independente, ou na presidência do Conselho de Administração.

Assim, a experiência do CEO como conselheiro foi medida pelo: (1) tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração; (2) tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO; (3) tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO; (4) tempo de atuação como conselheiro independente; e (5) tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional.

3.3.4 Exemplificação da mensuração das experiências profissionais do CEO

A coleta das experiências profissionais foi realizada considerando cada um dos três construtos constituídos pelos itens que remetem às experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro. A fim de exemplificação, considere um CEO que possui as seguintes experiências profissionais: (a) cinco anos como auditor; (b) quatro anos como *controller*; (c) dois anos como CFO; (d) quatro anos como secretário da fazenda do estado do Paraná; (e) dois anos como diretor executivo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (f) um ano no conselho de administração na empresa em que atualmente trabalha como CEO; e (g) três anos como conselheiro independente em uma outra empresa. No construto referente à experiência do CEO na área financeira serão atribuídos nove pontos no item 2 (tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*) referente à soma das experiências profissionais de cinco anos como auditor e quatro anos como *controler*; e dois pontos no item 3 (tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO) devido à experiência pregressa de dois anos como CFO.

Quanto ao construto que remete à experiência do CEO no governo, haverá a atribuição de quatro pontos no item 1 (tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais) por causa da experiência pregressa de quatro anos como membro da alta cúpula do governo paranaense; e dois pontos no item 3 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais) em decorrência da experiência como diretor da CVM, uma autarquia federal.

Em relação ao construto experiência do CEO como conselheiro, serão contabilizados um ponto no item 2 (tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO) referente à experiência como conselho de administração que atualmente exerce o cargo de CEO; dois pontos no item 3 (tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); e dois pontos no item 4 (tempo de atuação como conselheiro independente) decorrente da experiência anterior de dois anos como conselheiro independente em outra companhia.

3.3.5 Validação das medidas de experiências profissionais do CEO

O método para medir as experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro foi submetido ao procedimento de validação externa. Esse procedimento consistiu inicialmente na apresentação dos itens dos três instrumentos que se referem à cada uma das experiências profissionais do CEO. Posteriormente, esses itens foram analisados e validados por 11 membros do Laboratório de Contabilidade Financeira (LacFin) da Universidade Federal do Paraná (UFPR) em 11 de maio de 2023. A validação das medidas implicou em diversas alterações, conforme relatado abaixo.

No caso da experiência do CEO na área financeira, as discussões envolveram as medidas propostas por Güner et al. (2008), Custódio e Metzger (2014) e Gounopoulos e Pham (2018), relacionadas às: (1) experiência como bancário ou cargo ligado à área de finanças em empresas de investimentos, (2) experiência como auditor, (3) experiência como contador, (4) experiência como tesoureiro, (5) experiência como vice-presidente de finanças ou CFO. Após discussões, chegou-se ao consenso sobre a necessidade de se incorporar às medidas o tempo em anos para melhor dimensionar a experiência do CEO. Assim, após o processo de validação os itens que compõem o construto foram: (1) tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração; (2) tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller* e; (3) tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO.

Sobre a experiência no governo Faccio (2006), Wong e Hooy (2018) e Tee (2018) mediram esta experiência por cargos como: (1) presidente da república ou governador de estado/distrito federal; (2) presidente da câmara dos deputados, senado federal ou assembleia legislativa estadual/distrito federal; (3) deputado estadual/distrital ou federal, ou senador da república; (4) membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais; (5) membro, de pelo menos, da diretoria executiva de empresa estatal; (6) membro, de pelo

menos, da diretoria executiva de autarquias e; (7) membro da alta cúpula das forças armadas ou de segurança no nível federal e estadual/distrital.

Durante a validação externa foram excluídos os itens 1, 2 e 3 porque no Brasil pessoas que ocupam cargos de significativo destaque na classe política (presidente da república, governador, presidente da câmara dos deputados/assembleia legislativa, presidente do senado federal ou cadeiras como deputado estadual ou federal) tendem a continuar na carreira política e não realizam a transição ou volta à carreira como gestor da alta cúpula executiva de empresas de capital aberto. O raciocínio similar também foi utilizado para exclusão do item 7, pois membros pertencentes à alta cúpula das forças armadas ou de segurança são enviados para a reserva militar, dificultando significativamente a atuação em cargos da alta cúpula executiva de companhias não públicas. Além disso, para mensurar mais adequadamente o nível de experiência houve a inclusão da lógica de que fossem medidos por meio do tempo em número de anos.

Desse modo, a experiência do CEO no governo foi medida de acordo com: (1) tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais; (2) tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal e; (3) tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais.

Quanto à experiência do CEO como conselheiro Zajac e Westphal (1996), Farag e Mallin (2018) e Zhu et al. (2020) mencionam que esta experiência decorre da ocupação de cargos como presidente do Conselho de Administração e ocupação como membro desse organismo de governança em instituições financeiras também são pontos relevantes na experiência como conselheiro. No caso da ocupação pregressa como presidente do Conselho de Administração, parte-se do princípio de que é responsável por conduzir as estratégias e as decisões deste organismo de governança, tornando-se o membro mais importante e com maior evidência perante os investidores. Sobre a experiência como membro do Conselho de Administração em instituições financeiras, parte-se do raciocínio de que essa ocupação prévia tenderia a oportunizar redes profissionais nestas instituições que facilitaria a aquisição de empréstimos e financiamentos. Nesse sentido, a experiência do CEO como conselheiro pode ser visualizada por meio da: (1) atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO, (2) atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO, (3) atuação prévia como conselheiro de instituição financeira e (4) atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional e (5) atuação prévia como presidente do conselho de administração.

Na validação houve a inclusão do fator tempo em número de anos. A validação também implicou na exclusão do então item 3, pois é considerada como atuação como conselheiro em outra empresa. Além disso, foi incluído um novo item que confere à atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional, pois tenderia a proporcionar conexões profissionais de pessoas requisitadas no mercado. Assim, os itens que compõem o instrumento de experiência do CEO como conselheiro são: (1) tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração; (2) tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO; (3) tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO; (4) tempo de atuação como conselheiro independente; e (5) tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional.

3.4 VARIÁVEL DEPENDENTE

O custo de capital abrange três óticas (i) custo de capital próprio, (ii) custo de capital de terceiros e (iii) custo médio ponderado de capital. A primeira ótica elucida os resultados esperados por investidores na alocação de capital considerando o risco específico do investimento (Miranda, 2019; Brealey & Myers, 2005). Por esse motivo, o custo de capital próprio confere à taxa de exigência para alocar capital em uma empresa.

Essa taxa é sensível ao risco da firma quanto ao alcance dos fluxos de caixa futuros que se transformarão em retornos do investimento (Pratt, 2003). Quanto maior o risco do investimento, maior será a taxa de exigência estipulada pelos investidores e, conseqüentemente, maior será o custo de capital próprio (Sharpe, 1964; Lintner, 1965). Singh et al. (2022) argumentam que entender o custo de capital próprio é essencial para que a firma possa planejar estratégias em momentos de captação de recursos financeiros por meio dos acionistas.

Dentre essas métricas para cálculo do custo de capital próprio, destaca-se o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) em sua formulação inicial proposta por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) pautado no raciocínio de mensuração do retorno esperado pelos investidores sobre o patrimônio da empresa. O modelo considera a relação risco e retorno para avaliar o custo de capital próprio considerando três pontos: (i) mínimo retorno que o ativo teria quando considerado a taxa livre de risco da economia como ponto de referência; (ii) retorno de uma carteira de mercado; e (iii) métrica de risco sistemático representando a exposição de risco de um ativo em relação ao risco de mercado.

A partir disso, recorreu-se ao CAPM considerando a formulação inicial proposta por Lintner (1965) e Sharpe (1964) apresentada na Equação 5 para mensurar o custo de capital próprio. Para o cálculo do beta que mede a relação entre o risco sistemático e o retorno esperado dos ativos, considerou-se o período de cinco anos em que o retorno de mercado utilizado é o Índice Bovespa. Considerando o modelo CAPM, a variável retorno esperado do investimento (Ke), confere ao custo de capital próprio.

$$Ke_i = R_f + B_i(R_m - R_f) + \varepsilon_i \quad (5)$$

Em que:

Ke_i = retorno esperado do investimento;

R_f = taxa livre de risco; β_i = beta do investimento;

R_m = retorno esperado do mercado, e;

$R_m - R_f$ = prêmio de risco de mercado.

Para calcular o Custo de Capital de Terceiros, considerou-se o valor das despesas de juros do período anual sobre a dívida total média do período anual. Esse modo de medir o custo de capital de terceiros é amplamente utilizado por estudos nacionais e internacionais (Su et al., 2018; Orazalin & Akhmetzhanov, 2019).

Para mensurar o custo de capital global da companhia recorre-se ao modelo de *Weighted Average Cost Capital* (WACC) de acordo com a Equação 6.

$$WACC_i = \left[Ke_i * \left(\frac{PL_i}{D_i + PL_i} \right) \right] + \left[Ki_i * \left(\frac{D_i}{D_i + PL_i} \right) * (1 - T_i) \right] \quad (6)$$

Em que:

$WACC_i$ = Weighted Average Cost Capital da empresa i ;

Ke_i = custo de capital próprio mensurado pelo CAPM da empresa i ;

PL_i = patrimônio líquido da empresa da empresa i ;

D_i = dívida total da empresa i ;

Ki_i = custo de capital de empréstimos da empresa i , e;

T_i = percentual de tributação sobre a renda aplicada à empresa i .

As três óticas do custo de capital (custo de capital próprio, custo de capital de terceiros e custo médio ponderado de capital) mensuradas deram origem de forma respectiva às variáveis Custo de Capital Próprio (CCP), Custo de Capital de Terceiros (CCT) e Custo de Capital Total (WACC).

3.5 VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle têm como objetivo controlar a variação das variáveis dependentes e, por esse motivo, isolam o efeito das experiências profissionais do CEO e da comparabilidade das demonstrações contábeis no custo de capital. Estudos comprovaram que a rentabilidade do ativo (Kim & Sohn, 2013; Imhof et al., 2017; Su et al., 2018); market to book (Majeed & Yan, 2022; Sousa et al., 2022b); endividamento geral (Kim & Sohn, 2013; Imhof et al., 2017); e tamanho da empresa (Kim & Sohn, 2013; Imhof et al., 2017; Su et al., 2018) são fatores que controlam a variabilidade do custo de capital e da comparabilidade. Além disso, o setor de atividade econômica e os períodos anuais também são fatores relevantes no controle da variação da comparabilidade e custo de capital (Imhof et al., 2017; Su et al., 2018; Majeed & Yan, 2022).

Nesse sentido, apresenta-se na Tabela 1 as especificações operacionais de todas as variáveis de controles.

Tabela 1
Variáveis de controle

Variáveis de Controle			
Variável	Descrição	Relação Esperada	Operacionalização
Rentabilidade sobre o Ativo (ROA)	Mede o nível de rentabilidade da empresa	Negativa	(Lucro Líquido/Ativo Total) * 100
Market to Book (MB)	Mensura a expectativa do mercado sobre o crescimento da empresa	Negativa	Valor de Mercado/Patrimônio Líquido
Endividamento Geral (END)	Corresponde à participação de terceiros dos valores alocados aos ativos da empresa	Positiva	(Passivo Circulante + Passivo não Circulante / Ativo Total) * 100
Tamanho (TAM)	Ativo Total de cada companhia transformado para sua base logarítmica	Negativa	Logaritmo Neperiano do Ativo Total
Setor de Atividade Econômica (SETOR)	Variável do setor de cada empresa com base na classificação GICS considerando o nível <i>Industry Name</i> equivalente ao <i>North American</i>	-	Variável dicotômica representando os setores de atividade econômica de cada companhia em que o setor que corresponde às empresas de Componentes Automotivos utilizada como variável dicotômica de referência: (1) Energia Elétrica; (2) Imobiliário; (3) Indústria de

	<i>Industry Classification</i> System em nível 2.		Bens Duráveis; (4) Indústria de Máquinas; (5) Indústria Alimentícia; (6) Indústria Química; (7) Indústria Textil; (8) Mineração; (9) Transporte e Logística; e (10) Varejo.
Ano (ANO)	Variável que representa os períodos anuais	-	Variáveis dicotômicas que representa cada período anual considerando o intervalo temporal de 2015 a 2022.

Fonte: elaboração própria (2023)

As variáveis de controle têm por objetivo controlar o custo de capital quando relacionadas com a comparabilidade das demonstrações contábeis moderada pelas experiências do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro. Na Tabela 2 é apresentada uma síntese das variáveis dependentes e das variáveis independentes de interesse.

Tabela 2

Variáveis dependentes e independentes de interesse

Variáveis dependentes			
Variável	Descrição	Operacionalização	Suporte teórico
Custo de Capital Próprio (CPP)	Taxa mínima de retorno exigido pelos acionistas	$R_i = R_f + B_i (R_m - R_f)$	Lintner (1965) e Sharpe (1964)
Custo de Capital de Terceiros (CCT)	Percentual das despesas com juros do período em relação à dívida total média do período	(Despesas com Juros/Dívida Total Média) * 100	Su et al. (2018); e Orazalin e Akhmetzhanov (2019)
Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	Custo de Capital Médio Ponderado entre o Custo de Capital Próprio e Custo de Capital de Terceiros	$WACC_i = [K_{e_i} * (PL_i / D_i + PL_i)] + [K_{i_i} * (D_i / D_i + PL_i) * (1 - T_i)]$	Jung (2008) e Phan et al. (2017)
Variáveis independentes			
Variável de interesse			
Variável	Descrição	Operacionalização	Suporte teórico
Comparabilidade das Demonstrações Contábeis (COMP)	Comparabilidade Individual ao considerar a mediana com os seus pares de setor	$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it}$	DeFranco et al. (2011)
Variáveis moderadoras			
Experiência do CEO na Área Financeira			
Variável	Operacionalização		Suporte teórico
Experiência Financeira 1 (EF1)	(1) tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração.		Proposta pelo autor
Experiência Financeira 2 (EF2)	(2) tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou <i>controller</i> .		Proposta pelo autor
Experiência Financeira 3 (EF3)	(3) tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO.		Proposta pelo autor
Experiência do CEO no Governo			
Variável	Operacionalização		Suporte teórico
Experiência no Governo 1 (EGOV1)	(1) tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais.		Proposta pelo autor
Experiência no Governo 2 (EGOV2)	(2) tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal.		Proposta pelo autor
Experiência no Governo 3 (EGOV3)	(3) tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais.		Proposta pelo autor
Experiência do CEO no Conselho			

Variável	Operacionalização	Suporte teórico
Experiência como Conselheiro 1 (ECON1)	(1) tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração.	Proposta pelo autor
Experiência como Conselheiro 2 (ECON2)	(2) tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO.	Proposta pelo autor
Experiência como Conselheiro 3 (ECON3)	(3) tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO.	Proposta pelo autor
Experiência como Conselheiro 4 (ECON4)	(4) tempo de atuação como conselheiro independente.	Proposta pelo autor
Experiência como Conselheiro 5 (ECON5)	(5) tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional.	Proposta pelo autor

Fonte: elaboração própria (2023)

3.6 CARACTERIZAÇÕES DA AMOSTRA

O universo de análise não financeiras que negociaram ações na Brasil Bolsa Balcão – B3 considerando o período de 2015 a 2022. Para o cálculo da comparabilidade são necessárias informações do trimestre atual e dos quinze trimestres anteriores. Como o padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) foi adotado obrigatoriamente pelas empresas brasileiras a partir de 2010, o primeiro período anual possível para o cálculo da comparabilidade é 2013. Em vista de maximizar o número de setores e empresas, escolheu-se o intervalo temporal de análise com início em 2015 e término em 2022. A população contou com 92 empresas devido ao fato de que o cálculo da comparabilidade necessita de empresas que pertençam a setores com número mínimo de quatro empresas para evitar excessivos graus de liberdade que, conseqüentemente, prejudicaria a precisão do cálculo da comparabilidade (Ribeiro, 2014; Sousa et al., 2020).

Para a seleção da amostra foram excluídas as observações que não possuíam simultaneamente informações necessárias das variáveis dependentes; moderadoras; independente de interesse; e de controle. Em função disso, foram excluídas 71 observações culminando em uma amostra composta por 89 empresas de 11 setores distintos. Na Tabela 3, apresenta-se os critérios de seleção da amostra.

Tabela 3
Critérios para seleção da amostra do estudo

Critérios	Total Observações	Total Empresas
(=) Empresas que compõem a população	736	92
(-) Experiências profissionais incompletas	-69	-3
(-) CAPM negativo	-2	0
(=) Empresas que compõem a amostra	665	89

Fonte: elaboração própria (2023)

As 89 empresas que compõem a amostra final estão segmentadas em onze setores de atividade econômica considerando a classificação *Global Industry Classification Standard* (GICS) em nível *Industry Name*. Na Tabela 4 é apresentada a amostra utilizada neste estudo:

Tabela 4
Amostra da pesquisa

Setor	Número de empresas	Percentual da Amostra
Componentes Automotivos	4	4,49%
Energia Elétrica	19	21,35%
Imobiliário	10	11,24%
Indústria de Bens Duráveis	9	10,11%
Indústria de Máquinas	9	10,11%
Indústria Alimentícia	11	12,36%
Indústria Química	4	4,50%
Indústria Textil	6	6,74%
Mineração	9	10,11%
Transporte e Logística	4	4,49%
Varejo	4	4,50%
Total	89	100,00%

Fonte: elaboração própria (2023)

Quanto à coleta de informações econômico-financeiras, recorreu-se à base de dados Refinitiv Eikon®. Os dados que compõem os índices de cada uma das três experiências profissionais do CEO foram coletados manualmente por meio do Formulário de Referência e, de forma complementar, no currículo disponível no LinkedIn e site da Bloomberg.

3.7 MODELOS ECONOMETRICOS PARA TESTE DAS HIPÓTESES

A tese defendida é que as experiências profissionais do CEO exercem efeitos na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Na seção fundamentação teórico-empírica foi desenvolvida a hipótese teórica considerando que as experiências profissionais do CEO moderam a intensidade da relação entre a comparabilidade

das demonstrações contábeis e o custo de capital. Com base nessa hipótese, foram elaboradas três hipóteses de testes H1, H2 e H3 para verificar as relações entre as variáveis.

A experiência financeira faz com que os CEOs entendam o modo em que as demonstrações contábeis são elaboradas (Gounopoulos & Pham, 2018). Essa experiência também tornam os CEOs mais preocupados com as informações financeiras disponibilizadas ao público externo e, conseqüentemente, incentivam os preparadores a elaborarem demonstrações com mais qualidade (Jiang et al., 2013; Gounopoulos & Pham, 2018). Por esse motivo, CEOs com experiência financeira tende a estar associadas com demonstrações de qualidade (Ding et al., 2022) essencial para a redução do custo de capital (Strobl, 2013; Avabruth e Padhi, 2023).

Como a experiência financeira tenderia a estar associada à redução do custo de capital e, de acordo com Ding et al. (2022), influenciaria os CEOs a reconhecerem os eventos econômicos adequadamente tornando as demonstrações contábeis mais comparáveis, acredita-se que que poderia ser um elemento moderador na relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital. Defende-se que essa moderação ocorreria ao intensificar o efeito da comparabilidade na redução do custo de capital. A partir do exposto, propõe-se que:

H1: A experiência do CEO na área financeira intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

CEOs com experiência no governo possuem laços profissionais com servidores públicos que facilitam a aquisição de empréstimos junto a instituições financeiras (Faccio, 2006; Wong & Hooy, 2018) com custo mais baixo (Tee, 2018; Joni et al., 2020). Isso é entendido como vantajoso para os investidores reduzindo o risco de aporte de capital em empresas que possuem CEOs com experiência no governo (Boubakri et al., 2012). Por esse motivo, a experiência no governo também tenderia a estar associada à redução do custo com capital próprio (Boubakri et al., 2012; Wahab et al., 2020).

Por induzir a redução do custo de capital (Tee, 2018; Joni et al., 2020; Wahab et al., 2020) e por também induzirem os CEOs em decisões que remetem ao modo em que os eventos econômicos são reconhecidos (Bona-Sánchez et al., 2019; Khalil et al., 2022), acredita-se que a experiência no governo exerceria efeito nos reflexos da comparabilidade no custo de capital. Defende-se que esse efeito ocorre por meio de uma moderação que intensifica a redução

proporcionada pela comparabilidade na redução do custo de capital. Desse modo, propõe-se que:

H2: A experiência do CEO no governo intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

A experiência como conselheiro propicia que o CEO tenha entendimento das dinâmicas do conselho de administração (Farag & Mallin, 2018) facilitando a implementação de estratégias com objetivo de entrincheirar este mecanismo de governança (Pfeffer, 1981; Zajac & Westphal, 1996). O entrincheiramento do conselho de administração possibilita que o CEO tenha ganho de poder sobre esse mecanismo de governança que é responsável pelo monitoramento das ações da diretoria executiva (Finkelstein & D'aveni, 1994; Chatterjee, 2020). Como consequência, esse gestor se aproveitaria desse contexto para implementar práticas dissonantes dos interesses dos acionistas gerando custos adicionais de agência (Tuggle, et al. 2010; Collins & Huang, 2011) que se reverberam no aumento do custo de capital (Baratiyan & Salehi, 2013; Ghouma, 2017).

O efeito entrincheiramento também prejudicaria a comparabilidade das demonstrações contábeis, Seifzadeh et al. (2022) revelaram que dentre essas práticas dissonantes está o não reconhecimento adequado dos eventos econômicos para abastecer propósitos escusos. Por esse motivo, quando o conselho de administração é entrincheirado tende a estar associado à redução da comparabilidade (Seifzadeh et al., 2022). Como CEOs com experiência no conselho de administração tenderiam a entrincheirar este mecanismo de governança aumentando o custo de capital e prejudicar a comparabilidade, acredita-se que essa experiência profissional atue como elemento moderador ao atenuar a relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital. Diante do exposto, propõe-se que:

H3: A experiência do CEO como conselheiro atenua a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

Para avaliar a H1, H2 e H3 que remetem à moderação das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital, desenvolveu-se três modelos econométricos dando origem a nove modelos de regressão em que efeito moderador dos itens que constituem a experiência na área financeira, no governo e como conselheiro nessa relação.

CCP_{it}, CCT_{it} ou $WACC_{it}$

$$= COMP_{it} + COMP_{it} * \sum_{EFIN=1}^3 \delta EFIN + \sum_{C=1}^4 \phi Controles + \sum_{S=2}^{11} \lambda Setor + \sum_{A=2}^8 \Psi Ano + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

CCP_{it}, CCT_{it} ou $WACC_{it}$

$$= COMP_{it} + COMP_{it} * \sum_{EGOV=1}^3 \delta EGOV + \sum_{c=1}^4 \phi Controles + \sum_{S=2}^{11} \lambda Setor + \sum_{A=2}^8 \Psi Ano + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

CCP_{it}, CCT_{it} ou $WACC_{it}$

$$= COMP_{it} + COMP_{it} * \sum_{ECON=1}^5 \delta ECON + \sum_{c=1}^4 \phi Controles + \sum_{S=2}^{11} \lambda Setor + \sum_{A=2}^8 \Psi Ano + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em que:

Custo de Capital = (CCP_{it} = custo de capital próprio da empresa i no período t ; CCT_{it} = custo de capital de terceiros da empresa i no período t e $WACC_{it}$ = custo médio ponderado de capital da empresa i no período t),

$COMP$ = comparabilidade das demonstrações contábeis entre empresas da empresa i no período t ,

EF = Variáveis referentes à Experiência do CEO na Área Financeira ($EF1$, $EF2$ e $EF3$) da empresa i no período t ,

$EGOV$ = Variáveis referentes à Experiência do CEO no Governo ($EGOV1$, $EGOV2$ e $EGOV3$) da empresa i no período t ,

$ECON$ = Variáveis referentes à Experiência do CEO como Conselheiro ($ECON1$, $ECON2$, $ECON3$, $ECON4$ e $ECON5$) da empresa i no período t ,

Variáveis de Controles = (rentabilidade sobre o ativo da empresa i no período t ; market to book da empresa i no período t ; endividamento geral da empresa i no período t ; e tamanho da empresa i no período t);

Variáveis de Setor = (variáveis dicotômicas correspondendo aos setores de: Energia Elétrica; Imobiliário; Indústria de Bens Duráveis; Indústria de Máquinas; Indústria Alimentícia; Indústria Química; Indústria Têxtil; Mineração; Transporte e Logística; e Varejo em que a variável dicotômica de referência representa o setor de Componentes Automotivos); e

Variáveis de período anual = (variáveis dicotômicas correspondendo aos períodos referentes aos anos de 2016; 2017; 2018; 2019; 2020; 2021; e 2022 em que a variável dicotômica de referência representa o ano de 2015).

3.8 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS

Nesta pesquisa foi utilizada a análise descritiva e teste de normalidade dos dados; análise de correlação, e; análise de regressão com dados em painel. Na Tabela 5 é apresentado o protocolo de tratamentos e análises estatísticas.

Tabela 5
Protocolo de análise de dados e tratamentos estatísticos

Etapa	Teste estatístico	Descrição	Parâmetro de análise	Referências
Análise descritiva dos dados	Medidas de Tendência Central	Indicam os valores equidistantes dos extremos da distribuição de frequência	Média e Mediana da amostra	Hair et al. (2009)
	Medidas de Dispersão (desvio-padrão)	Avalia o desvio-padrão da distribuição de frequências	Desvio-padrão em torno da média	Hair et al. (2009)
Análise de correlação	Coefficiente de correlação de Spearman	Mensura o nível de correlação entre duas variáveis	valor r que varia de -1 a 1	Wooldridge (2012) e Fávero e Belfiore (2017)
Regressão com dados em painel	Teste Variance Inflation Factor (VIF)	Avalia se as variáveis independentes de um modelo de regressão possuem multicolinearidade	VIF com valores superiores a 10 indicam multicolinearidade entre variáveis independentes	Gujarati e Porter (2011)
	Test de Breusch-Pagan	Avalia se os dados de um modelo de regressão possuem heterocedasticidade	valor-p < 0,05 existência de heterocedasticidade nos dados	Fávero e Belfiore (2017)
	Teste de Wooldridge	Avalia se os dados de um modelo de regressão possuem autocorrelação serial de primeira ordem	valor-p < 0,05 existência autocorrelação serial de primeira ordem	Fávero e Belfiore (2017)
	Teste de Lagrange Multiplier Breusch-Pagan	Avalia a estimação mais adequada entre <i>pooled</i> e efeitos aleatórios	valor-p < 0,05 os dados de regressão se adequam de melhor forma à estimação em efeitos aleatórios	Gujarati e Porter (2011) e Fávero e Belfiore (2017)

Fonte: elaboração própria (2023)

Conforme o disposto na Tabela 5, os dados foram inicialmente analisados de forma descritiva utilizando medidas de tendência central e medidas de dispersão. Em seguida, os dados foram submetidos à análise de correlação para entender as associações das variáveis dependentes, independentes de interesse e independentes de controle. Por fim, empregou-se a análise de regressão de dados em painel para testar as hipóteses do estudo.

4 DESCRIÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentadas as análises descritivas e inferenciais quanto ao efeito moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital em empresas brasileiras de capital aberto. Primeiro, são apresentadas as estatísticas descritivas das experiências profissionais do CEO; do nível de comparabilidade das demonstrações contábeis; e custo de capital. Em seguida, mostram-se as estatísticas inferenciais de regressão com dados em painel para testar as hipóteses de teste desta pesquisa.

4.1 DESCRIÇÃO DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DOS CEOS

O perfil dos CEOs é moldado pelas experiências profissionais na área financeira, no governo e como conselheiro. Inicialmente, apresenta-se na Tabela 6 a caracterização dos CEOs considerando as características pessoais e formação acadêmica. A amostra contou com 89 empresas e 171 CEOs analisados.

Tabela 6

Frequência da idade, gênero e formação acadêmica dos CEOs

Painel A: Características Pessoais dos CEOs								
Variáveis	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CEOs do gênero feminino	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	2,3%	1,1%
Idade Média do CEO	54,3	54,3	54,1	53,8	53,6	54,1	53,9	55,6
Painel B: Formação acadêmica dos CEOs								
Variáveis	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Graduação na área de negócios	41,6%	44,3%	42,0%	42,7%	34,5%	33,7%	39,8%	42,0%
Graduação na área de engenharias	49,4%	49,4%	50,6%	51,2%	56,0%	55,8%	52,3%	51,1%
Mais de um curso superior	6,5%	5,1%	6,2%	6,1%	4,8%	4,7%	5,7%	6,8%
MBA	46,8%	46,8%	50,6%	50,0%	54,8%	55,8%	58,0%	56,8%
Mestrado	11,7%	11,4%	12,3%	11,0%	9,5%	8,1%	9,1%	10,2%
Doutorado	2,6%	3,7%	3,8%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
Número de CEOs	77	79	81	82	84	86	88	88

Fonte: elaboração própria (2023)

Nota-se que apenas 3 (1,75%) gestores são do gênero feminino. Esse resultado se assemelha aos achados dos estudos de Sprenger et al. (2017) e Fabrício et al. (2021), pois encontraram que 3,0% e 2,6%, respectivamente, das empresas abertas brasileiras possuem CEOs do gênero feminino. Quando analisada a participação feminina em cada período, nota-se que 2021 foi o ano com mais mulheres na presidência das empresas totalizando 2 (2,3%) CEOs.

Em contraste, 2015 e 2016 são os períodos em que nenhuma das empresas tinham mulheres à frente da alta cúpula executiva.

Em relação à idade dos CEOs, destaca-se que, em média, os CEOs possuem 54 anos, próximo a resultados de estudos nacionais (Sprenger et al., 2017; Sousa et al., 2022b). Os autores Sprenger et al. (2017) e Sousa et al. (2022b) também descobriram que, em média, os CEOs possuem 54 anos. Em relação às extremidades das idades, em 2015 foi registrado o CEO mais jovem com 31 anos e em 2020 foi registrado o CEO mais velho com 91 anos.

Quanto à formação acadêmica, três dos 171 CEOs não realizaram curso de ensino superior possuindo formação educacional em nível médio. Esses três CEOs foram a primeira geração da família que estiveram à frente de suas respectivas firmas durante o processo de expansão das operações do nível municipal/regional para o nível nacional e/ou internacional. Dos 171 CEOs, 68 (39,8%) gestores possuem curso superior na área de negócios, sendo 49 (28,6%) em Administração; 13 (7,6%) em Ciências Econômicas; e 6 (3,6%) em Ciências Contábeis. Em relação à graduação na área de negócios em cada período, verificou-se que em 2016 há maior frequência de CEOs com graduação na área de negócios totalizando 35 (44,3%) CEOs.

Sobre a formação em engenharia, ressalta-se que 90 (52,6%) dos 171 CEOs cursaram graduação em engenharia. As três formações em engenharia que se destacam são Engenharia Elétrica com 27 (15,8%) CEOs; Engenharia Civil com 20 (11,7%) CEOs; e Engenharia Mecânica com 16 (9,4%) CEOs.

Sobre os CEOs que cursaram mais de uma graduação, destaca-se que 8 (4,7%) CEOs possuem duas graduações, sendo que nenhum dos CEOs cursaram três ou mais graduações. O período com maior frequência de gestores com duas graduações foi 2022 com 6 (6,8%) CEOs. Em relação aos CEOs que cursaram MBA, ressalta-se que 95 (55,6%) CEOs realizaram *Master Business Administration* (MBA). Desses CEOs, 52 possuem graduação na área de engenharia; 38 graduaram-se na área de negócios; e 5 têm graduação em outras áreas, por exemplo, Direito e Química.

Quando analisado os CEOs que cursaram pós-graduação *stricto sensu*, salienta-se que dos 171 gestores apenas 19 (11,1%) CEOs cursaram Mestrado e 3 (1,7%) cursaram Doutorado. Sobre os CEOs com Mestrado, 8 realizaram o mestrado na área de negócios nos cursos de Mestrado em Administração; Mestrado em Administração e Finanças; Mestrado em Economia; e Mestrado em Economia do Setor Público. Os outros 11 CEOs cursaram mestrado na área de engenharia, com destaque para o Mestrado em Engenharia Elétrica cursado por 4 destes

gestores. Em relação ao curso de Doutorado, 2 CEOs são Doutores em Economia e 1 CEO é Doutor em Solos.

Na Tabela 7, apresenta-se a descrição sobre a frequência relativa dos CEOs com experiência progressa na área financeira, no governo e como conselheiro em cada período anual.

Tabela 7
Frequência relativa das experiências profissionais do CEO

Variáveis	Frequência relativa de CEOs com experiência profissional							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Financeira	33,8%	27,8%	28,4%	25,6%	27,4%	26,7%	27,3%	30,7%
Governo	3,9%	5,1%	4,9%	4,9%	8,3%	7,0%	8,0%	8,0%
Conselheiro	66,2%	68,4%	64,2%	56,1%	59,5%	61,6%	62,5%	64,8%
Número de CEOs	77	79	81	82	84	86	88	88

Fonte: elaboração própria (2023)

Dos 171 CEOs analisados 55 (32,2%, em média) possuem experiência na área financeira, sendo resultado similar ao encontrado por estudos nacionais e internacionais (Bortoli, 2017; Gounopoulos & Pham, 2018). Bortoli (2017) analisando CEOs em empresas brasileiras revelou que 27,43% dos CEOs possuem experiência na área financeira. Já Gounopoulos e Pham (2018) analisaram empresas americanas descobriram que 27% das empresas possuem CEOs com experiência na área financeira.

A experiência no governo é a menos frequente no perfil profissional, ocorrendo em apenas 14 (8,2%) CEOs. O resultado encontrado difere dos achados de Hung et al. (2017) e Sun e Zou (2021) porque descobriram que 37,9% e 49,6%, respectivamente, das empresas chinesas possuem CEOs com experiência no governo. Essa diferença pode ser explicada à luz do contexto institucional chinês em que CEOs com passagem no governo promovem considerável aumento na vantagem competitiva da firma (Hung et al., 2017). Em outros ambientes institucionais a experiência no governo também tende a formar o perfil profissional dos membros do Conselho de Administração. Estudos recentes realizados no Brasil (Arantes et al., 2023), Indonésia (Joni et al., 2020) e Malásia (Wong & Hooy, 2018) revelam que entre 35% e 50% dos membros do conselho de administração e diretoria executiva possuem laços profissionais com o governo.

Em relação à experiência como conselheiro, destaca-se que está presente no perfil profissional de 109 (63,7% em média). Esse resultado é superior ao identificado por Farag e Mallin (2018), pois descobriram que 41% das empresas da China possuem CEOs com experiência progressa no Conselho de Administração.

Vale destacar que analisando as frequências relativas das experiências profissionais segmentadas por setor, ressalta-se as empresas que compõem o setor de energia elétrica e setor imobiliário possuem 21,8% e 18,2%, respectivamente, do total de CEOs com experiência na área financeira. Em relação aos CEOs com experiência no governo, destaca-se o setor de energia elétrica com 78,6% dos CEOs que possuem esta experiência profissional que geriram o total de sete empresas. Dessas empresas, cinco são: (i) diretamente controladas ou possuem influência significativa de governos estaduais ou União Federal; ou (ii) possuem indiretamente influência significativa da União Federal por meio de órgãos de fomento, por exemplo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) e empresas estatais. Quanto à experiência como conselheiro por setor, ressalta-se as empresas do setor de energia elétrica com 23,9% dos CEOs; seguido da Indústria Alimentícia com 13,8% dos CEOs; e empresas do setor de construção com 11,9% dos CEOs com experiência como conselheiro.

Quanto ao tempo médio das experiências profissionais dos CEOs, apresenta-se na Tabela 8 a descrição, em média de anos, que atuaram na área financeira.

Tabela 8

Tempo médio de experiência em anos dos CEOs na área financeira

Variáveis/média em anos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Experiência em instituições Financeiras	8,00	9,00	10,33	9,75	10,12	9,00	10,50	9,90
Experiência como auditor, contador, <i>controller</i> ou tesoureiro	7,90	7,56	7,27	7,00	7,08	6,92	7,13	6,81
Experiência como CFO ou vice-presidente de finanças	6,95	6,06	5,18	5,79	7,21	6,73	7,86	8,12

Fonte: elaboração própria (2023)

Quando analisado o tempo de experiência dos CEOs com ocupação prévia em cargos da área financeira, destaca-se que os gestores com passagem prévia em instituições financeiras possuem em média 9 anos e 6 meses experiência profissional. Os CEOs com experiência como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro possuem tempo médio em anos deste tipo de experiência na área financeira de 7 anos e 2 meses. Em relação à experiência como CFO e vice-presidente em finanças, ressalta-se que os CEOs têm média tempo de experiência de 7 anos e 9 meses.

Os resultados evidenciam que o tempo, em média, de experiência dos CEOs em instituições financeiras é superior aos cargos ocupados como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro; e como CFO e vice-presidente em finanças. O fenômeno do tempo superior de

experiência nas instituições financeiras pode ser explicado em função da progressão de carreira, pois os CEOs com experiência nessas instituições ascenderam na hierarquia organizacional ocupando desde cargos de diferentes esferas até chegarem à alta cúpula executiva. Quando esses gestores migram de instituições financeiras para empresas não financeiras, tendem a ocupar cargos da diretoria executiva, geralmente como CFO, para em seguida serem nomeados pelo Conselho de Administração como CEO.

Na Tabela 9, apresenta-se o tempo médio em anos dos CEOs considerando os tipos de experiências em cargos no governo.

Tabela 9

Tempo médio de experiência em anos dos CEOs no governo

Variáveis/ média em anos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Experiência na alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais	3,0	3,7	4,5	4,3	6,7	4,0	4,0	4,0
Experiência em diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal	0,0	13,0	13,0	0,0	1,0	2,0	1,7	2,3
Experiência em diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais	0,0	0,0	17,0	14,0	12,2	12,7	8,0	8,3

Fonte: elaboração própria (2023)

Quanto ao tempo de atuação dos CEOs que possuem passagem anterior em cargos no governo, observa-se que o período médio em que o CEO ocupou previamente cargos da alta cúpula de ministérios federais ou secretarias estaduais foi de 4 anos e 6 meses. O tempo médio de experiência em anos dos CEOs com ocupação prévia em diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal foi de 3 anos e 9 meses. Em relação ao tempo de ocupação em cargos da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais, destaca-se que os CEOs com esta experiência possuem em média 11 anos.

Os resultados mostram que a experiência em cargos da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais possuem tempo médio superior em relação à experiência na alta cúpula de ministérios federais ou secretarias estaduais; e diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal. Isso ocorre devido ao tipo de cargo ocupado previamente pelo CEO no governo. Especialmente quando a experiência ocorreu em autarquias estaduais ou federais. Já as experiências adquiridas na alta cúpula de ministérios federais ou secretarias estaduais e em diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal parecem estar relacionados com indicação política.

Na Tabela 10, apresenta-se a descrição do tempo médio em anos dos CEOs considerando os tipos de experiências como Conselhos de Administração.

Tabela 10

Tempo médio de experiência em anos dos CEOs como conselheiro

Variáveis/média em anos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Experiência como Presidente do Conselho de Administração	7,00	6,87	6,83	8,54	7,73	6,81	6,39	7,24
Experiência como conselheiro na mesma empresa que exerce o cargo de CEO	11,10	11,07	10,42	12,21	9,28	9,62	9,21	9,98
Experiência como conselheiro em empresa diferente da que exerce o cargo de CEO	6,85	6,15	6,18	7,55	9,09	9,61	8,92	9,69
Experiência como conselheiro independente	5,21	5,11	5,17	5,20	8,20	8,60	9,23	10,06
Experiência como conselheiro em companhia transnacional	10,25	10,43	10,53	12,56	8,50	8,78	7,90	9,44

Fonte: elaboração própria (2023)

Com relação ao tempo de atuação prévia dos CEOs com experiência como conselheiro, os gestores com passagem anterior como Presidente do Conselho de Administração possuem tempo médio de experiência prévia de 7 anos e 1 mês. Sobre a ocupação prévia como conselheiro na mesma empresa que exerce o cargo de CEO, em média os CEOs possuem experiência de 10 anos e 3 meses. Com relação à experiência como conselheiro em empresa diferente da que exerce o cargo de CEO, salienta-se que os diretores presidentes possuem em média experiência de 7 anos e 11 meses.

Os resultados sobre a variável revelam que o tempo médio de experiência dos CEOs é superior como conselheiro na empresa que exerce o cargo de diretor presidente em comparação ao tempo médio de experiência em Conselhos de Administração de outras empresas. Isso tende a ocorrer por duas razões: (i) CEOs que ascenderam na carreira profissional desde cargos operacionais até cargos da alta gestão na mesma empresa; e (ii) CEOs que são membros da família que controla a firma e, conseqüentemente, participaram apenas no Conselho de Administração da companhia em que atua como principal gestor.

4.2 DESCRIÇÃO DO NÍVEL DE COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

O nível de comparabilidade foi calculado a partir da métrica de DeFranco et al. (2011) e adaptada por de Sousa et al. (2022). Essa métrica considera que o nível de comparabilidade de uma empresa é determinado em relação à distância média dos pares de companhias do mesmo setor de atividade econômica. Para tornar a métrica mais intuitiva, DeFranco et al. (2011) explica ser necessário multiplicá-la por -1. Assim, a lógica é que quanto mais próximo de zero, maior é o nível de comparabilidade de uma empresa em relação aos seus pares do mesmo setor, como demonstrado na Tabela 9.

Tabela 11

Nível de comparabilidade das demonstrações contábeis das empresas em relação aos pares de setor

Estatísticas	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total
Média	-10,12	-12,42	-11,80	-12,41	-10,64	-9,50	-9,27	-8,64	-10,56
Mediana	-3,34	-3,97	-3,89	-3,83	-2,80	-2,56	-2,45	-2,30	-2,92
Desvio-padrão	20,30	25,01	24,25	26,31	23,86	24,09	22,79	20,28	23,35
Mínimo	-126,20	-135,45	-162,42	-183,99	-150,99	-162,39	-155,39	-139,69	-183,99
Máximo	-0,63	-1,08	-1,18	-0,72	-0,47	-0,84	-0,81	-0,89	-0,47
Observações	77	79	81	82	84	86	88	88	665

Fonte: elaboração própria (2023)

A média do nível de comparabilidade é de -10,56 com desvio padrão de $\pm 23,35$. Esse resultado inicialmente sugeriria que as demonstrações contábeis no cenário brasileiro se tornaram menos comparáveis, pois o valor médio do nível de comparabilidade é inferior ao estudo de Ribeiro et al. (2016b) que evidenciou valor médio de -2,63 ($\pm 1,40$); e ao estudo de Guimarães e Rover (2022) que encontrou valor médio de -3,46 ($\pm 2,68$).

O fenômeno do valor médio da comparabilidade ser inferior ao encontrado por estudos anteriores ocorreu pelo fato de empresas com baixo nível de comparabilidade de suas demonstrações em relação aos seus pares do mesmo setor. Quando avaliada a média do nível de comparabilidade em cada setor, destaca-se que as empresas do setor de Componentes Automotivos possuem média do nível de comparabilidade de -44,66 ($\pm 8,65$). Por causa do baixo nível de comparabilidade dessas empresas, houve redução considerável na média do nível de comparabilidade quando consideradas todas as empresas, provocando discrepância em relação resultados apresentados por Ribeiro et al. (2016b) e Guimarães e Rover (2022). Ainda mais que o nível de comparabilidade de companhias de outros setores, por exemplo, Transporte e

Logística; Indústria de Bens Duráveis; e Energia Elétrica tem média de $-1,95 (\pm 1,88)$; $-3,62 (\pm 2,80)$; e $-4,02 (\pm 8,38)$, respectivamente.

Para mitigar os efeitos provocados pelas empresas que possuem baixo nível de comparabilidade, utilizou-se a mediana como medida de tendência central para averiguar o nível de comparabilidade entre empresas do mesmo setor. Os resultados evidenciaram que a mediana do nível de comparabilidade é de $-2,92$, semelhante ao encontrado por Sousa et al. (2020) descobrindo que a mediana do nível de comparabilidade é de $-2,54$. Além disso, verifica-se que houve aumento da mediana do nível de comparabilidade passando de $-3,34$ em 2015 para $-2,30$ em 2022.

Em seguida à análise do nível de comparabilidade, apresenta-se na Figura 3 a evolução do nível médio de comparabilidade segmentada por setores de atividade econômica.

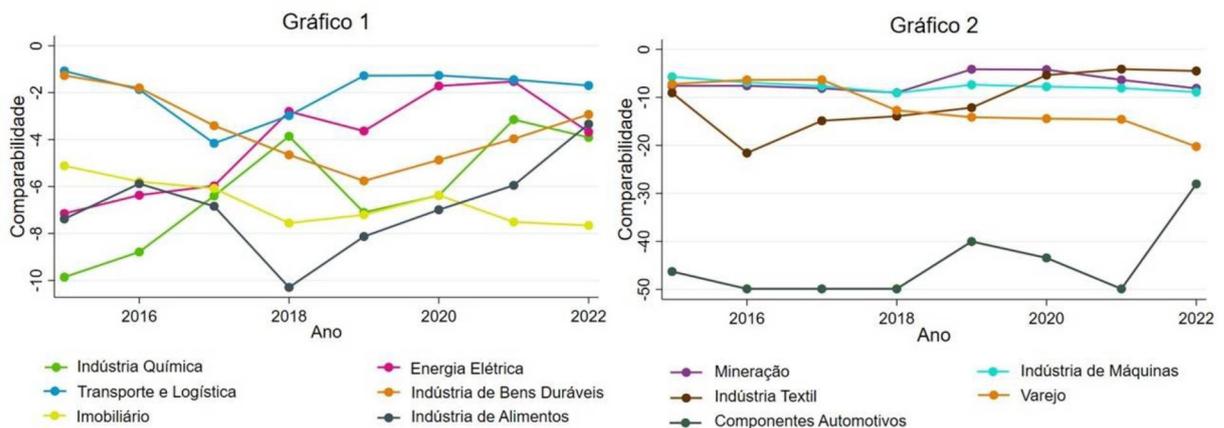


Figura 3
Evolução da comparabilidade por setor
Fonte: elaboração própria (2023).

A Figura 3 é composta por dois gráficos, o primeiro (Gráfico 1) corresponde aos seis setores que, em média, possuem os maiores níveis de comparabilidade; e o segundo (Gráfico 2) representa os seis setores que, em média, possuem os menores níveis de comparabilidade. No Gráfico 1, o setor de Transporte e Logística possui média superior do nível comparabilidade $-1,95$. As empresas desse setor apresentaram maior média do nível de comparabilidade em 2015 com $-1,08$ e menor média do nível de comparabilidade em 2017 com $-4,17$. Ainda no Gráfico 1, as empresas de Indústria de Alimentos apresentam as demonstrações menos comparáveis tendo nível de comparabilidade médio de $-6,90$.

Em relação aos setores ilustrados no Gráfico 2, nota-se que o setor de Componentes Automotivos possui as demonstrações menos comparáveis apresentando nível de comparabilidade médio de $-44,66$. Esse setor apresenta nível inferior de comparabilidade em

2018 com valor médio de -49,88 e nível superior de comparabilidade em 2022 com valor médio de -28,05. Ainda no Gráfico 2, o setor de Indústria de Máquinas apresenta o maior nível de comparabilidade com média de -6,88. Já os setores de Mineração, Indústria Textil e Varejo apresentaram nível médio de comparabilidade de -6,88; -10,71; e -12,76, respectivamente.

Quando analisados os níveis de comparabilidade de cada setor registrados no ano de 2015 em relação ao registrado em 2022, pode-se entender a variação do nível de comparabilidade durante o intervalo analisado. Os revelam que cinco setores apresentaram crescimento no nível de comparabilidade. Em termos percentuais, a Indústria Química apresentou aumento mais expressivo com 60,27% passando de -9,86 em 2015 para -3,92 em 2022. Os outros quatro setores que apresentam aumento no nível de comparabilidade são Indústria de Alimentos com 54,71%; Indústria Textil com 50,00%; Energia Elétrica com 48,50%; e Componentes Automotivos com 39,38%.

Em relação aos setores que apresentaram redução no nível de comparabilidade, destaca-se o Varejo que em termos percentuais exibiu redução mais significativa com 179,59%, passando de -7,24 em 2015 para -20,26 em 2022. Os demais setores que também registraram redução no nível de comparabilidade são Indústria de Bens Duráveis com -131,04%; Transporte e Logística com -57,08%; Indústria de Máquinas com -54,88%; Imobiliário com -49,61%; e Mineração com -7,17%.

4.3 DESCRIÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

Na Tabela 11, apresenta-se a análise descritiva do Custo de Capital Próprio, Custo de Capital de Terceiros e Custo Médio Ponderado de Capital.

Tabela 12

Estatística descritiva do custo de capital

Variáveis	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total
CCP	6,72%	8,07%	8,50%	9,63%	8,91%	6,13%	15,81%	16,82%	10,20%
CCT	8,75%	8,86%	8,62%	7,44%	7,20%	5,95%	6,70%	8,73%	7,74%
WACC	6,22%	7,09%	7,08%	7,27%	6,87%	4,87%	10,58%	11,57%	7,75%
Obs.	77	79	81	82	84	86	88	88	665

Nota: CCP: Custo de Capital Próprio; CCT: Custo de Capital de Terceiros; WACC: Custo de Capital Médio Ponderado; Obs.: Observações.

Fonte: elaboração própria (2023).

Observa-se que o Custo de Capital Próprio apresenta média de 10,20% ($\pm 5,18\%$), sendo superior ao Custo de Capital de Terceiros com média de 7,74% ($\pm 3,83\%$). Esse resultado complementa as discussões de Pinheiro et al. (2012), Lima e Martins (2021) e Pamplona et al. (2021) que as empresas brasileiras tendem a dar preferência ao financiamento por meio do capital de terceiros devido à taxa de exigência dos investidores ser superior em relação às instituições financeiras tornando o custo de capital de terceiros mais baixo. O fenômeno do custo de capital próprio ser superior tende a estar relacionado ao Brasil ter um mercado de capitais emergente suscetível a eventos que provocam aumento da incerteza e, conseqüentemente, aumento do risco sistemático e não sistemático na alocação de recursos nas firmas.

Em relação à análise do custo de capital próprio em cada período, nota-se que o maior valor registrado ocorreu em 2022 com média de 16,82% ($\pm 4,87\%$). Já o período em que há o registro do menor custo de capital foi em 2020 com 6,13% ($\pm 1,80\%$). Quando comparado o custo de capital próprio considerando o registrado em 2015 em relação ao registrado em 2022, percebe-se que houve considerável aumento passando de 6,72% ($\pm 0,98\%$) em 2015 para 16,82% ($\pm 4,87\%$), isto é, variação positiva de 10,10%.

Sobre o custo de capital de terceiros, observa-se que a média registrada foi de 7,74% ($\pm 3,83\%$). No ano de 2016 foi registrada a taxa mais elevada do custo de capital de terceiros com média de 8,86% ($\pm 3,90\%$). Já em 2020, tem-se a menor taxa de capital de terceiros com 5,95% ($\pm 3,64\%$). Quando analisada a variação do custo de capital considerando o registrado em 2015 em comparação ao apresentado em 2022, nota-se redução de 0,02%. Além disso, destaca-se que a partir de 2018 o custo de capital de terceiros registra taxa inferior em relação ao custo de capital próprio em todos os períodos analisados.

Já o custo médio ponderado de capital apresentou média de 7,75% ($\pm 3,20\%$). Em 2021 e 2022, foram registradas as maiores taxas de custo médio ponderado de capital com 10,58% ($\pm 3,50\%$) e 11,57% ($\pm 3,25\%$), respectivamente. Por outro lado, no ano de 2020 tem-se o registro do menor custo ponderado de capital com 4,87% ($\pm 1,21\%$).

Na Figura 4, ilustra-se a evolução ao longo do tempo das três óticas do custo de capital segmentadas pelos setores de atividade econômica.

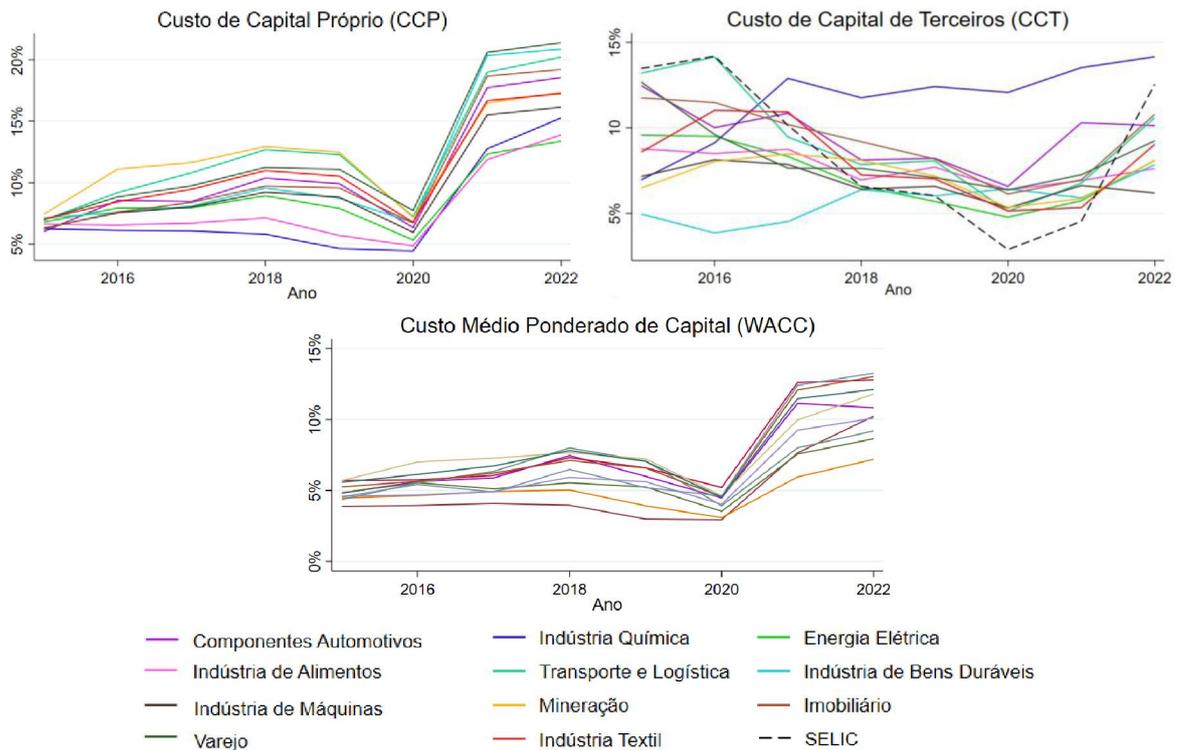


Figura 4
Evolução do custo de capital por setor
Fonte: elaboração própria (2023).

Em relação ao custo de capital próprio, nota-se que entre os anos de 2015 e 2019 o setor de Mineração registra taxa superior em relação aos outros setores passando de 7,42% em 2015 para 12,49% em 2019. Já o setor de Varejo apresentou maior custo de capital próprio nos períodos acometidos pela pandemia de Covid-19, sendo 7,73% em 2020; 20,62% em 2021; e 21,40% em 2022. Sobre o setor com menor custo de capital próprio, destaca-se o setor de Componentes Automotivos com 6,02% em 2015; Indústria Química de 2016 com 6,12% até 2020 com 4,45%; Indústria de Alimentos com 11,89% em 2021; e Energia Elétrica com 13,39% em 2022. Quando analisado todo período de análise subdividido por setor, destaca-se as empresas da Indústria Química que possuem menor custo de capital próprio com média de 7,88%; e as empresas de Transporte e Logística apresentam maior custo de capital com média de 13,02%.

Quanto ao custo de capital de terceiros, entre 2015 e 2018 as empresas da Indústria de Bens Duráveis apresentaram menor custo de capital de terceiros, passando de 4,96% em 2015 para 6,37% em 2018. Em 2019 e 2020, as empresas de Energia Elétrica apresentaram custo de capital inferior com 4,78% e 5,74%, respectivamente. Já em 2021 e 2022, as empresas da Indústria de Máquinas apresentaram custo de capital de terceiros de 5,63% e 6,19%,

respectivamente. Em relação aos períodos com maior registro de custo de capital de terceiros, tem-se 2015, 2016, 2017 e 2022 com destaque para Transporte e Logística com 13,19% em 2015 e 14,15% em 2016; Indústria Química com 12,89% em 2018 e 14,15% em 2022. Sobre a média do custo de capital de terceiros dos setores considerando todo o intervalo de análise, destaca-se o setor da Indústria de Bens Duráveis registrando a menor taxa com 5,75%; e o setor da Indústria Química apresentando a maior taxa com 11,82%. Os demais setores registraram taxa média do custo de capital terceiros entre 7,18% e 9,58%, próximo à média da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) de 8,79% entre 2015 e 2022.

Sobre o custo médio ponderado de capital, percebe-se que a Indústria Química registra em média a menor taxa com 6,87%; e o setor Imobiliário registra em média a maior taxa com 9,26% quando considerado todo o intervalo de análise. No ano de 2020, tem-se o registro do menor custo médio ponderado de capital para todos os setores com destaque para o setor de Energia Elétrica que registrou a menor taxa entre todos os setores com 4,34%. O ano de 2022 apresenta o maior custo médio ponderado de capital em que o setor Imobiliário apresenta a taxa mais elevada entre todos os setores com 14,77%.

4.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

Na Tabela 12, expõe-se a análise descritiva da rentabilidade do ativo, market-to-book, endividamento e tamanho sendo variáveis de controle que isolam o efeito das experiências profissionais do CEO e da comparabilidade das demonstrações contábeis no custo de capital.

Tabela 13
Estatística descritiva das variáveis de controle

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-padrão			Mínimo	Máximo	Obs
			O	B	W			
ROA	2,923	4,059	7,887	5,722	5,471	-16,650	16,056	665
MB	1,591	1,229	1,432	1,142	0,879	-0,160	5,607	665
END	67,239	64,456	30,567	28,621	11,599	19,438	156,316	665
TAM	22,332	22,360	1,595	1,597	0,288	19,405	25,024	665

Nota: O = Overall; B = Between; W = Within; e Obs = Observações.

Fonte: elaboração própria (2023).

Os resultados indicaram que a rentabilidade sobre os ativos possui valor médio de 2,92%, próximo aos achados de estudos recentes realizados em empresas brasileiras (Cunha & Barros, 2022; Consoni & Colauto, 2023). A rentabilidade sobre os ativos registra aumento considerável ao longo dos anos, passando de 0,52% em 2015 para 4,19% em 2022. Quando

analisada por setor, percebe-se que as empresas de Componentes Automotivos possuem menor rentabilidade sobre os ativos tendo em média -0,28%. Já as empresas da Indústria Química apresentaram maior rentabilidade sobre os ativos com média de 8,47%. Em relação ao market-to-book, observa-se média de 1,59 indicando que em média as empresas possuem valor de mercado 59% superior ao valor do Patrimônio Líquido. As empresas do setor de Componentes Automotivos possuem em média market-to-book de 0,95 sendo o único setor que o valor de mercado é inferior ao valor contábil. Os demais setores registram market-to-book acima de 1, evidenciando que o valor de mercado precificado pelos investidores é superior aos ativos líquidos nas demonstrações financeiras, com destaque para as empresas do setor de Transporte e Logística que em média registram market-to-book de 3,27.

Sobre o endividamento, observou-se média de 67,24% apontando que a maior parte dos recursos aplicados na firma é oriundo de terceiros. Esse resultado é similar ao encontrado por outros estudos (Lima & Martins, 2021; Pamplona et al., 2021) realizados no Brasil. A análise do endividamento por setor revela que em média as empresas da Indústria de Bens Duráveis são menos endividadas com 55,73%; e as companhias de Componentes Automotivos são as mais endividadas com 94,34%. Quanto ao tamanho das empresas, observa-se média de 22,33 equivalendo ao montante 4,9 bilhões de reais no ativo total. O setor das empresas com menor tamanho é o de Componentes Automotivos com média de 20,65 correspondendo a 927 milhões de reais alocados nos ativos. Já as empresas de Energia Elétrica possuem o maior tamanho com média de 23,30 correspondendo a 13,1 bilhões de reais no ativo total.

4.5 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

A análise inferencial possibilita verificar as relações entre as variáveis dependentes e independentes em modelos multivariados. Antes da realização dessa análise, as variáveis avaliadas do modelo devem estar relacionadas por meio de um teste de correlação. Em função disso, submeteu-se as variáveis dependentes, independentes de interesse e independentes de controle ao teste de correlação de Spearman, como demonstrado na Tabela 14.

Tabela 14
Matriz de correlação de Spearman

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	
(1) CCP	1																			
(2) CCT	0,03	1																		
(3) WACC	0,81**	0,38**	1																	
(4) COMP	-0,04	-0,21**	-0,09*	1																
(5) EFIN1	-0,01	0,07	-0,01	-0,10	1															
(6) EFIN2	-0,04	0,06	0,00	-0,01	0,21**	1														
(7) EFIN3	-0,01	0,13**	0,07	-0,03	0,38**	0,29**	1													
(8) EGOV1	0,01	-0,16**	-0,09*	-0,07	0,20**	-0,01	0,08	1												
(9) EGOV2	0,08*	0,01	0,08*	0,10**	0,00	-0,05	-0,06	0,05	1											
(10) EGOV3	0,04	-0,07	0,01	0,03	0,07	-0,07	-0,01	0,14**	0,19**	1										
(11) ECON1	-0,02	0,03	-0,03	0,01	-0,08*	-0,12**	-0,05	0,00	0,08*	0,09*	1									
(12) ECON2	0,04	-0,10*	-0,01	-0,05	-0,03	-0,16**	-0,18**	-0,02	-0,03	-0,12**	0,33**	1								
(13) ECON3	0,05	-0,01	-0,05	0,07	0,14**	-0,18**	-0,03	-0,02	0,14**	0,11**	0,26**	0,08	1							
(14) ECON4	0,03	0,02	-0,02	0,09*	0,16**	-0,15**	-0,03	-0,06	0,01	0,02	0,22**	0,03	0,73**	1						
(15) ECON5	-0,05	-0,04	-0,06	-0,16**	0,01	-0,02	-0,10**	0,08*	-0,04	-0,04	0,29**	0,34**	0,21**	0,17**	1					
(16) ROA	-0,05	-0,17**	-0,01	0,39**	-0,12**	0,01	-0,07	0,03	0,02	0,07	-0,03	-0,06	-0,01	-0,01	-0,02	1				
(17) MB	-0,14**	-0,09*	-0,20**	0,39**	-0,14**	-0,03	-0,10**	-0,10**	-0,04	0,02	-0,01	-0,05	0,10**	0,08*	-0,10**	0,42**	1			
(18) END	0,10*	0,03	-0,13**	-0,31**	0,00	-0,07	-0,06	0,06	-0,03	0,01	0,14**	0,12**	0,20**	0,08*	0,15**	-0,40**	-0,12**	1		
(19) TAM	0,14**	-0,18**	-0,04	0,36**	-0,04	-0,14**	-0,05	-0,01	0,18**	0,16**	0,18**	0,05	0,33**	0,15**	0,03	0,11**	0,36**	0,14**	1	

Nota: CCP (custo de capital próprio); CCT (custo de capital de terceiros); WACC (custo médio ponderado de capital); COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); EFIN1 (tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração); EFIN2 (tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*); EFIN3 (tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO); EGOV1 (tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais); EGOV2 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal); EGOV3 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais); ECON1 (tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração); ECON2 (tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO); ECON3 (tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); ECON4 (tempo de atuação como conselheiro independente); e ECON5 (tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional);

ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho);

* significância ao nível de 5%; e ** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

Em relação às associações entre as variáveis dependentes, percebe-se correlação não significativa ($\rho = 0,03$; valor- $p < 0,485$) entre o custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, indicando que o risco percebido pelos investidores e credores na alocação de recursos nas empresas não caminham na mesma direção. Já o custo médio ponderado de capital apresentou correlação positiva e significativa com o custo de capital próprio ($\rho = 0,81$; valor- $p < 0,000$) e custo de capital de terceiros ($\rho = 0,38$; valor- $p < 0,000$).

Em relação ao nível de comparabilidade, observou-se correlação negativa e significativa ($\rho = -0,21$; valor- $p < 0,000$) entre o nível de comparabilidade e o custo de capital de terceiros, sugerindo uma possível relação entre estas variáveis como abordado por Su et al. (2018) e Majeed e Yan (2022); e correlação negativa e significativa com o custo médio ponderado de capital ($\rho = -0,09$; valor- $p < 0,019$). Por outro lado, o nível de comparabilidade não se mostrou correlacionado com o custo de capital próprio ($\rho = -0,04$; valor- $p < 0,269$). A inexistência de correlação do nível de comparabilidade com o custo de capital próprio não necessariamente sugere a impossibilidade de análises inferenciais. Ribeiro (2014) menciona ser necessário considerar componentes que remetem à dinâmica setorial para avaliar adequadamente os efeitos provocados pela comparabilidade.

Assim, quanto à correlação entre as experiências profissionais e as variáveis de custo de capital, nota-se que apenas a experiência profissional do CEO obtida como membro de diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal (EGOV2) possui correlação significativa ($\rho = 0,08$; valor- $p < 0,046$) com o custo de capital próprio. Observa-se ainda que a experiência como vice-presidente de finanças ou CFO (EFIN1) está positivamente e significativamente ($\rho = 0,13$; valor- $p < 0,001$); a experiência como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais (EGOV1) está negativamente e significativamente ($\rho = -0,16$; valor- $p < 0,000$); e a experiência como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO (ECON2) está negativamente e significativamente ($\rho = -0,10$; valor- $p < 0,012$) correlacionada com o custo de capital de terceiros.

Quando avaliada as correlações entre os tipos de experiências que remetem à experiência na área financeira, no governo e como conselheiro, percebeu-se que as variáveis que formam a experiência do CEO na área financeira tendem a estar correlacionadas, sendo que a correlação mais significativa ($\rho = 0,38$; valor- $p < 0,000$) ocorreu entre a experiência financeira obtida como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro (EFIN2) e a experiência financeira obtida como CFO e vice-presidente em finanças (EFIN3).

Os tipos de experiências profissionais que remetem à experiência no governo tendem a estar correlacionadas em que a correlação mais significativa ($\rho = 0,19$; valor- $p < 0,000$) foi

entre a experiência em cargos da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal (EGOV2) e como membro da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais (EGOV3).

Já os tipos de experiências que formam a experiência progressiva do CEO como conselheiro apresentaram correlação estatisticamente significativa, com destaque para a correlação entre a experiência como conselheiro em empresas distintas da que atualmente está à frente da administração executiva (ECON3) e experiência como conselheiro independente (ECON4) sendo a mais significativa ($\rho = 0,73$; valor- $p < 0,000$).

Com relação às correlações entre as variáveis independentes de interesse e independentes de controle, ressalta-se que a mais significativa ($\rho = -0,39$; valor- $p < 0,000$) ocorreu entre o nível de comparabilidade e o endividamento. Por esse motivo, todas as correlações entre as variáveis independentes apresentam valor de ρ inferior a 0,80 indicando que não haver problemas de multicolinearidade de dados (Gujarati & Porter, 2011).

4.6 ESTATÍSTICAS INFERENCIAIS

Nesta seção, apresenta-se as análises inferenciais estimadas para averiguar o papel moderador das experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro na relação entre comparabilidade e custo de capital e, conseqüentemente, avaliar as hipóteses.

Em momento anterior à estimação dos três modelos de regressão multivariada, realizou-se o teste de Lagrange Multiplier de Breusch-Pagan para avaliar o tipo de estimação mais adequado às características dos dados entre *Pooled* e Efeitos Aleatórios. Esse teste identificou que a estimação em Efeitos Aleatórios é mais adequada para os três modelos de regressão multivariada que relacionam a experiência financeira e as três óticas do custo de capital, pois rejeitou a hipótese nula ao nível de 5%.

Em seqüência, os dados foram averiguados em relação ao atendimento dos pressupostos da regressão multivariada: (i) inexistência de multicolinearidade; inexistência de heterocedasticidade nos resíduos; e inexistência autocorrelação serial de primeira ordem. Para testar a multicolinearidade, os três modelos multivariados foram avaliados por meio do teste de *Variance Inflation Factor* (VIF). Esse teste evidenciou que as variáveis apresentaram valores de VIF inferiores a 10 e, dessa forma, constatando inexistência de multicolinearidade (Gujarati & Porter, 2011). A heterocedasticidade e autocorrelação serial de primeira ordem foram testadas por meio do teste de Breusch-Pagan e o teste de Wooldridge, respectivamente, ambas ao nível de 5% de significância. Os resultados desses testes rejeitaram a hipótese nula

mostrando que os três modelos multivariados possuem heterocedasticidade nos resíduos e autocorrelação serial de primeira ordem. Por esse motivo, estimou-se as três regressões multivariadas com a clusterização nos indivíduos que é um procedimento mais adequado para mitigar problemas relacionados à heterocedasticidade nos resíduos e autocorrelação serial de primeira ordem (Fávero e Belfiore (2017)).

Além dos testes do tipo de estimação mais adequado e pressupostos da regressão multivariada, estimou-se seis modelos multivariados para verificar a relação direta das experiências profissionais do CEO com o custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Essas estimações buscam entender se as experiências profissionais do CEO possuem apenas a capacidade de interagir diretamente no custo de capital ou também têm potencial de moderarem a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Na Tabela 15, apresenta-se os resultados dos modelos multivariados que testam a relação direta das experiências profissionais do CEO no custo de capital.

Tabela 15
Modelos multivariados das experiências profissionais do CEO no custo de capital

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	Experiência na área Financeira		Experiência no Governo		Experiência como Conselheiro	
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros
	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)
EFIN1	0,0622 (0,0506)	0,0023 (0,0425)				
EFIN2	0,0539 (0,0408)	0,1254 (0,0783)				
EFIN3	0,0043 (0,0498)	0,0370 (0,0352)				
EGOV1			0,0095 (0,1653)	-0,0978 (0,1411)		
EGOV2			-0,0331 (0,0627)	0,0806** (0,0354)		
EGOV3			0,0344 (0,0266)	-0,1660*** (0,0644)		
ECON1					-0,0464 (0,0528)	-0,0500 (0,0603)
ECON2					-0,0203 (0,0388)	-0,0680** (0,0318)
ECON3					0,0051 (0,0382)	0,0156 (0,0478)
ECON4					0,0338 (0,0710)	0,0005 (0,0739)
ECON5					0,0305	0,0116

					(0,0504)	(0,0439)
ROA	0,0225 (0,0174)	-0,0342 (0,0258)	0,0231 (0,0176)	-0,0315 (0,0260)	0,0246 (0,0175)	-0,0272 (0,0269)
MB	-0,3818* (0,2064)	-0,0444 (0,1256)	-0,3939* (0,2073)	-0,0591 (0,1269)	-0,4005* (0,2082)	-0,0424 (0,1225)
END	0,0185** (0,0081)	-0,0096 (0,0114)	0,0185** (0,0083)	-0,0111 (0,0114)	0,0179** (0,0076)	-0,0081 (0,0107)
TAM	0,4426*** (0,1685)	-0,4459** (0,1861)	0,4298** (0,1701)	-0,5019*** (0,1804)	0,4107** (0,1691)	-0,4950*** (0,1899)
Constante	-3,2414 (3,8168)	20,4475*** (4,3230)	-2,9030 (3,8523)	21,7916*** (4,2059)	-2,4721 (3,8278)	21,5228*** (4,4037)
Controle de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,7742	0,1895	0,7724	0,1897	0,7746	0,1933
R ² (Between)	0,4487	0,3374	0,4549	0,3436	0,4394	0,3350
R ² (Overall)	0,6815	0,2581	0,6828	0,2664	0,6788	0,2631
Teste Wald	2.016,26***	194,18***	2001,90***	243,34***	2.248,14***	192,44***
Observações	665	665	665	665	665	665
L.M. Breusch-Pagan	295,96***	354,31***	282,26***	330,69***	272,44***	365,10***
VIF	2,18	2,18	2,17	2,17	2,31	2,31
Breusch-Pagan	143,96***	35,00***	137,97***	27,85***	137,27***	40,79***
Wooldridge	246,91***	31,02***	266,83***	30,26***	264,01***	30,79***

Nota: EFIN1 (tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração); EFIN2 (tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*); EFIN3 (tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO); EGOV1 (tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais); EGOV2 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal); EGOV3 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais); ECON1 (tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração); ECON2 (tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO); ECON3 (tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); ECON4 (tempo de atuação como conselheiro independente); e ECON5 (tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.
Fonte: elaboração própria (2023).

Nota-se a partir dos resultados da Tabela 15 que as experiências profissionais que remetem à área financeira (EFIN1, EFIN2 e EFIN3) não estão diretamente relacionadas ao custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Esse resultado sugere que as experiências profissionais do CEO na área financeira estariam apenas relacionadas com a redução do custo de capital de forma indireta. Isso ocorreria por meio da indução dos preparadores em reconhecer adequadamente os eventos econômicos no processo de elaboração das demonstrações contábeis promovendo aumento da comparabilidade e, conseqüentemente, reduzir o risco e custo de alocação do capital de investidores e credores na firma.

Assim, complementando a discussão tratada por Gounopoulos e Pham (2018) e Ding et al. (2022) sobre o efeito indireto da experiência financeira do CEO nos agentes que transacionam recursos com a firma por meio da promoção de demonstrações contábeis dotadas de maior qualidade. Dessa forma, constata-se que as experiências profissionais do CEO na área

financeira teriam capacidade de reduzir o custo de alocação de capital na firma somente ao exercer efeitos na relação entre comparabilidade e custo de capital.

Em relação às experiências profissionais do CEO no governo (EGOV1, EGOV2 e EGOV3), percebe-se que não estão diretamente relacionadas com o custo de capital próprio. Já o tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal (EGOV2) está positivamente e significativamente (Coef.: 0,0806; valor- $p < 0,023$); e o tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais (EGOV3) está negativamente e significativamente (Coef.: -0,1660; valor- $p < 0,010$) relacionado com o custo de capital de terceiros. Esses resultados evidenciam o apresentado por Tee (2019) e Joni et al. (2020) que CEOs com experiência no governo têm a capacidade de interferir diretamente no custo de capital obtido junto a instituições financeiras.

Apesar disso, essa interferência poderia ser potencializada, pois Bona-Sánchez et al. (2019) e Khalil et al. (2022) explicam que os CEOs com experiência no governo também promovem ações sobre o modo em que os eventos econômicos são reconhecidos no processo de elaboração das demonstrações contábeis. Conseqüentemente, poderiam ser percebidos pelos investidores e credores potencializando o efeito benéfico de demonstrações mais comparáveis em direção à redução do custo de capital.

Quanto às experiências profissionais que remetem à passagem prévia em cargos do Conselho de Administração, nota-se que nenhuma destas experiências estão relacionadas com o custo de capital próprio. Isso reforçaria a tese que a experiência do CEO como conselheiro atuaria indiretamente no custo de capital alocado pelos investidores na firma devido ao efeito exercido no nível de comparabilidade das demonstrações contábeis. Sobre o custo de capital de terceiros, observa-se que somente o tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO (ECON2) está negativamente e significativamente (Coef.: -0,0680; valor- $p < 0,032$) relacionado com o custo de capital de terceiros.

Apesar dessa relação direta, verifica-se que as outras experiências profissionais relacionadas a atuação prévia no Conselho de Administração não atuam diretamente no custo de capital. Zajac e Westphal (1996) e Collins e Huang (2011) explicam que a experiência do CEO como conselheiro geralmente é utilizada para promover ações em direção ao entrenchamento do Conselho de Administração para dificultar o monitoramento da diretoria executiva oportunizando aumento da assimetria informacional, inclusive por meio da indução dos preparadores não reconhecerem todos os eventos econômicos adequadamente nas demonstrações contábeis que são percebidos negativamente pelos agentes que transacionam com a firma. Dessa forma, a experiência do CEO no Conselho de Administração também

tenderia a influenciar o custo de capital indiretamente ao influenciar os reflexos proporcionados pela comparabilidade na redução do risco de alocação de capital desses agentes.

4.6.1 Papel moderador da Experiência do CEO na Área Financeira na relação entre a Comparabilidade e Custo de Capital

A primeira hipótese defende que a experiência do CEO na área financeira intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Para testar essa hipótese, os dados foram submetidos a três modelos multivariados de regressão com dados em painel, considerando cada uma das três óticas do custo de capital (próprio, terceiros e médio ponderado de capital) como variáveis dependentes. Na Tabela 16, apresenta-se os resultados dos modelos multivariados que testam o papel moderador da experiência do CEO na área financeira na relação entre comparabilidade e custo de capital.

Tabela 16
Modelos multivariados do papel moderador da experiência do CEO na área financeira

Variáveis	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo Médio Ponderado de Capital
	Coef.	Coef.	Coef.
	(Erro-padrão robusto)	(Erro-padrão robusto)	(Erro-padrão robusto)
COMP	-0,0294 (0,0245)	-0,0380 (0,0351)	-0,0188 (0,0203)
COMP*EFIN1	-0,0079*** (0,0027)	0,0004 (0,0049)	0,0007 (0,0033)
COMP*EFIN2	-0,0012 (0,0040)	-0,0197*** (0,0067)	-0,0044 (0,0046)
COMP*EFIN3	0,0026 (0,0031)	0,0007 (0,0032)	0,0011 (0,0024)
ROA	0,0214 (0,0183)	-0,0315 (0,0277)	0,0104 (0,0160)
MB	-0,3555* (0,2072)	-0,0133 (0,1266)	-0,2054* (0,1154)
END	0,0121 (0,0099)	-0,0173 (0,0109)	-0,0109 (0,0074)
TAM	0,5286*** (0,1652)	-0,3838** (0,1692)	-0,1937 (0,1371)
Constante	-5,7420 (3,9148)	18,3166*** (4,4261)	11,8018*** (3,3589)
Controle de Tempo	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,7771	0,1938	0,6691
R ² (Between)	0,455	0,3460	0,2924
R ² (Overall)	0,6858	0,2642	0,5467
Teste Wald	2589,42***	198,29***	1.460,87***

Observações	665	665	665
L.M. Breusch-Pagan	299,55***	355,53***	317,90***
VIF	3,05	3,05	3,05
Breusch-Pagan	143,91***	35,14***	72,47***
Wooldridge	247,93***	29,53***	159,86***

Nota: COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); EFIN1 (tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração); EFIN2 (tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*); EFIN3 (tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

Os resultados apresentados na Tabela 16 evidenciam que a variável moderadora que remete à interação entre o tempo de experiência do CEO em instituições financeiras (EFIN1) e o nível de comparabilidade das demonstrações contábeis está negativa e significativamente relacionada (Coef.: -0,0079; valor-p<0,003) com o custo de capital próprio. Por outro lado, a EFIN1 não possui função moderadora na relação entre o nível de comparabilidade e custo de capital de terceiros (Coef.: 0,0004; valor-p<0,937); e custo médio ponderado de capital (Coef.: 0,0007; valor-p<0,839).

Desse modo, constatou-se que o tempo de experiência em instituições financeiras intensifica a relação negativa entre comparabilidade e o custo de capital próprio. Essa constatação complementa a discussão traçada por Gounopoulos e Pham (2018) e Ding et al. (2022) que o tempo de experiência do CEO em instituições financeiras tem a capacidade de influenciar a forma em que os eventos econômicos são reconhecidos na elaboração das demonstrações contábeis intensificando a redução do custo de capital próprio pela comparabilidade. Contudo, ressalta-se que essa capacidade é restrita ao custo de capital próprio, pois o tempo de experiência do CEO em instituições financeiras não é um fator contribuinte para impulsionar a redução do risco de instituições financeiras ao ponto de reduzir o custo de capital de terceiros. Assim, compreende-se que a passagem prévia em instituições financeiras é percebida apenas como benéfica pelos investidores ao diminuir o risco destes agentes na alocação de capital na firma.

O tempo de experiência do CEO como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro (EFIN2) não exerceu efeitos na relação entre custo de capital próprio (Coef.: -0,0012; valor-p<0,766) e custo médio ponderado de capital (Coef.: -0,0044; valor-p<0,333). De outra maneira, encontrou-se que essa experiência na área financeira intensifica de forma negativa e significativa (Coef.: -0,0197; valor-p<0,003) a relação negativa entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital de terceiros. Esse resultado contribui para os estudos de Gounopoulos e Pham (2018) e Ding et al. (2022), mostrando que a atuação prévia

como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro influencia positivamente os preparadores a reconhecerem adequadamente os eventos econômicos nas demonstrações contábeis a ponto de reduzirem o risco e, conseqüentemente, o custo de alocação de capital dos credores na firma.

Já o tempo de experiência do CEO como CFO e vice-presidente em finanças (EFIN3) não interferiu na relação do nível de comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio (Coef.: 0,0026; valor- $p < 0,392$), custo de capital de terceiros (Coef.: 0,0007; valor- $p < 0,833$) e custo médio ponderado de capital (Coef.: 0,0011; valor- $p < 0,647$). Dessa forma, os resultados referentes à interação entre o nível de comparabilidade e a EFIN3 evidenciam que a ocupação prévia pelo CEO em qualquer cargo inerente à área financeira não necessariamente está relacionada com o aumento no nível de comparabilidade e redução do custo de capital.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 16, não se rejeita a H1 para a interação da EFIN1 e comparabilidade no custo de capital próprio; e para a interação da EFIN2 e a comparabilidade no custo de capital de terceiros. Isso ocorre porque o tempo de experiência do CEO em instituições financeiras; e o tempo de experiência do CEO como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro intensificam, respectivamente, o reflexo negativo do nível de comparabilidade no custo de capital próprio e no custo de capital de terceiros. Essa não rejeição contribui diretamente para a Teoria dos Escalões Superiores, pois sugere que a experiência prévia em instituições financeiras e a ocupação em cargos como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro alteram a base cognitiva dos CEOs de modo a aperfeiçoar o entendimento sobre a elaboração das demonstrações contábeis que, conseqüentemente, intensifica a relação negativa entre comparabilidade e custo de capital.

4.6.2 Papel moderador da Experiência do CEO no Governo na relação entre a Comparabilidade e Custo de Capital

A segunda hipótese defende que a experiência do CEO no governo intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Essa hipótese foi testada por meio de três modelos de regressão com dados em painel considerando o custo de capital próprio, custo de capital de terceiros e custo médio ponderado de capital como variáveis dependentes. Na Tabela 17, apresenta-se os resultados dos modelos multivariados que testam o papel moderador da experiência do CEO no governo na relação entre comparabilidade e custo de capital.

Tabela 17
Modelos multivariados do papel moderador da experiência do CEO no governo

Variáveis	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo Médio Ponderado de Capital
	Coef.	Coef.	Coef.
	(Erro-padrão robusto)	(Erro-padrão robusto)	(Erro-padrão robusto)
COMP	-0,0240 (0,0264)	-0,0457 (0,0344)	-0,0151 (0,0202)
COMP*EGOV1	-0,0149*** (0,0046)	0,0131** (0,0065)	-0,0035 (0,0029)
COMP*EGOV2	0,0227 (0,0402)	-0,0729*** (0,0208)	-0,0106 (0,0137)
COMP*EGOV3	-0,0086*** (0,0032)	0,0264* (0,0150)	0,0011 (0,0023)
ROA	0,0245 (0,0181)	-0,0276 (0,0267)	0,0106 (0,0161)
MB	-0,3780* (0,2103)	-0,0308 (0,1250)	-0,2107* (0,1155)
END	0,0116 (0,0102)	-0,0186* (0,0109)	-0,0115 (0,0074)
TAM	0,4902*** (0,1690)	-0,3993** (0,1681)	-0,1871 (0,1370)
Constante	-4,5483 (4,0707)	18,3576*** (4,4826)	11,8165*** (3,3658)
Controle de Período	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,7741	0,1915	0,6889
R ² (Between)	0,4639	0,3617	0,2852
R ² (Overall)	0,6872	0,2765	0,5449
Teste Wald	2446,19***	290,67***	1.394,37***
Observações	665	665	665
L.M. Breusch-Pagan	269,55***	308,46***	265,96***
VIF	2,96	2,96	2,96
Breusch-Pagan	145,00***	58,75***	71,86***
Wooldridge	269,02***	27,82***	134,73***

Nota: COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); EGOV1 (tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais); EGOV2 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal); EGOV3 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

Observa-se a partir dos resultados da Tabela 17 que o tempo de experiência do CEO na alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais (EGOV1) exerceu efeito negativo e significativo na relação entre o nível de comparabilidade e o custo de capital próprio (Coef.: -0,0149; valor-p<0,001); e efeito positivo e significativo na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital de terceiros (Coef.: 0,0131; valor-p<0,042). Além disso, o tempo dessa experiência do CEO não moderou

significativamente (Coef.: -0,0035; valor- $p < 0,228$) a relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo médio ponderado de capital.

Esses resultados denotam que o tempo de experiência na alta cúpula das secretarias estaduais ou ministérios federais foi percebido de modo diferente pelos agentes que transacionam recursos financeiros com a firma. No caso dos investidores, foi percebido como benéfico. Quando esses agentes se deparam com duas empresas do mesmo setor com nível de comparabilidade semelhante, entendem que a experiência prévia do CEO reduz o nível risco de alocação do investimento, implicando conseqüentemente na redução do custo de capital próprio.

Acredita-se que essa experiência profissional seja fonte de conexões políticas e quando ativada tende a aumentar as chances de obtenções de recursos governamentais e, conseqüentemente, aumentar a vantagem competitiva da firma (Tao et al., 2017; Arantes et al., 2023). Por esse motivo, os investidores entenderiam que o risco de alocação de capital seria menor. Ou seja, a experiência na alta cúpula das secretarias estaduais ou ministérios federais do CEO gera demonstrações mais comparáveis e intensificar a redução do custo de capital próprio. Tais achados estão de acordo e complementam discussões já tratadas em estudos anteriores (Boubakri et al., 2012; Bona-Sánchez et al., 2019; Wahab et al., 2020).

No caso dos credores, o tempo de experiência na alta cúpula das secretarias estaduais ou ministérios federais atenua a relação entre comparabilidade e custo de capital de terceiros. Esses resultados contrariam os estudos que evidenciaram o papel dessa experiência na promoção do reconhecimento adequado dos eventos econômicos no momento da elaboração das demonstrações contábeis (Bona-Sánchez et al., 2019; Khalil et al., 2022) que, conseqüentemente, intensificaria a redução do custo de capital de terceiros (Tee, 2018; Joni et al., 2020). O fenômeno da atenuação promovida pela variável EGOV1 pode estar relacionado à desconfiança das instituições financeiras, pois Fan et al. (2014) e Arif et al. (2023) descrevem que CEOs com passagem anterior na alta cúpula do governo tendem a estar mais associados ao enfraquecimento de organismos internos de monitoramento aumentando as chances da implementação de práticas que visam aumentar a assimetria informacional; e da adoção de práticas de corrupção.

Em relação ao tempo de experiência do CEO em diretorias executivas de empresa pública estadual ou federal (EGOV2), verifica-se que não houve influência significativa na relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital próprio (Coef.: 0,0227; valor- $p < 0,572$); e custo médio ponderado de capital (Coef.: -0,0106; valor- $p < 0,439$). Contudo, essa experiência do CEO no governo intensifica a relação negativa (Coef.: -0,0729;

valor- $p < 0,000$) entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital de terceiros. Os resultados referentes ao papel moderador da EGOV2 estão em desacordo com Joni et al. (2020) e Wahab et al., (2020), pois descrevem como uma experiência no governo que tenderia a ser considerada como benéfica pelos investidores ao ponto potencializar o efeito da comparabilidade em reduzir o risco destes agentes de transacionar recursos com a firma. No caso dos credores, o resultado está consoante com o raciocínio que a experiência no governo estaria associada ao reconhecimento adequado dos eventos econômicos, permitindo a avaliação mais acurada da capacidade de pagamento dos empréstimos e financiamentos pela firma e, conseqüentemente, implicando na redução do risco da alocação de capital explanado por Khalil et al. (2022).

Os resultados sobre o tempo de experiência do CEO em diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais (EGOV3) evidenciaram capacidade significativa de intensificar a redução propiciada pela comparabilidade no custo de capital próprio (Coef.: $-0,0086$; valor- $p < 0,007$). De outra forma, observa-se que a EGOV3 exerce efeitos significativos (Coef.: $-0,0264$; valor- $p < 0,079$) atenuando a capacidade da comparabilidade reduzir o custo de capital de terceiros. Em função de exercer efeitos significativos em sentidos diferentes na relação da comparabilidade no custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, nota-se que a EGOV3 não tem a capacidade de interferir significativamente (Coef.: $0,0011$; valor- $p < 0,642$) a relação entre comparabilidade e custo médio ponderado de capital.

Esses resultados mostram que, da mesma forma que o tempo de experiência do CEO na alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais, o tempo de experiência do CEO em diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais influenciam o reconhecimento dos eventos econômicos no processo de elaboração das demonstrações contábeis sendo percebido de formas distintas pelos investidores e credores. No caso dos investidores, os resultados da EGOV3 complementam as discussões de Bona-Sánchez et al. (2019) e Joni et al. (2020) mostrando que o tempo dessa experiência profissional é capaz de intensificar a redução do custo de capital próprio proporcionado pela comparabilidade. Isso poderia estar relacionado com o entendimento dos investidores que os CEOs com ocupação prévia em cargos da diretoria executiva de autarquias estaduais e federais possuem conexões políticas que podem ser ativadas para obtenção de vantagens quanto à obtenção de recursos governamentais. Assim, essa experiência profissional no governo tenderia a promover um ambiente corporativo de menor risco para os investidores amplificando o efeito negativo da comparabilidade no custo de alocação de capital destes agentes na firma.

Em relação aos credores, o tempo de experiência em cargos da diretoria executiva de autarquias estaduais e federais atenua a relação entre comparabilidade e custo de capital de terceiros. Esse resultado está em desacordo com o descrito por estudos (Bona-Sánchez et al., 2019; Khalil et al., 2022) que a EGOV3 promoveria reconhecimento adequado no processo de elaboração das demonstrações contábeis que, por sua vez, poderia reduzir o custo de capital de terceiros, como apresentado por Tee (2018) e Harjan (2019).

Acredita-se que o fato de CEOs com EGOV3 estarem associados a mitigação da relação negativa entre a comparabilidade e o custo de capital tende a ser explicado a partir do maior risco de alocação de recursos pelos credores na firma. Quando os CEOs possuem passagem em cargos da diretoria de autarquias tendem a possuir estreitos laços profissionais com ampla gama de servidores públicos devido ao longo período de experiência em órgãos governamentais. Nesses casos, Fan et al. (2014) explicam que as instituições financeiras enxergam risco superior nas condutas desses CEOs por estarem mais associados a ações ligadas à assimetria informacional; e adoção de práticas de corrupção em conluio com servidores públicos que, conseqüentemente, prejudicaria a reputação e aumentaria o risco operacional da firma.

Considerando os resultados expostos na Tabela 17, não se rejeita a H2 para o efeito exercido pelo tempo de experiência do CEO na alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais (EGOV1); e pelo tempo de experiência do CEO em diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais (EGOV3) na relação entre comparabilidade e custo de capital próprio. Também, a H2 não é rejeitada para o papel moderador exercido pelo tempo como membro da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal (EGOV2) que intensifica a relação negativa entre comparabilidade e custo de capital de terceiros.

A não rejeição da H2 para essas relações promove contribuições diretas à Teoria dos Escalões Superiores ao mostrar que a experiência obtida pelos CEOs em cargos do governo altera a base cognitiva e valores dos CEOs ao ponto de modificar suas condutas à frente da gestão e, conseqüentemente, o ambiente corporativo ao ponto de serem percebidos por agentes que transacionam com a firma.

4.6.3 Papel moderador da Experiência do CEO como Conselheiro na relação entre Comparabilidade e Custo de Capital

A terceira hipótese defende que a experiência do CEO como conselheiro atenua a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Para testar essa hipótese, estimou-se três modelos de regressão multivariada com dados em painel considerando as três óticas do custo de capital (próprio, terceiros e médio ponderado de capital) como variáveis dependentes. Na Tabela 18, apresenta-se os resultados dos modelos multivariados que testam o papel moderador da experiência do CEO como conselheiro na relação entre comparabilidade e custo de capital.

Tabela 18
Modelos multivariados do papel moderador da experiência do CEO como conselheiro

Variáveis	Modelo 13	Modelo 14	Modelo 15
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo Médio Ponderado de Capital
	Coef.	Coef.	Coef.
	(Erro-padrão robusto)	(Erro-padrão robusto)	(Erro-padrão robusto)
COMP	-0,0161 (0,0255)	-0,0613* (0,0346)	-0,0128 (0,0214)
COMP*ECON1	0,0055* (0,0033)	0,0010 (0,0070)	0,0075*** (0,0027)
COMP*ECON2	-0,0042 (0,0028)	0,0029 (0,0061)	-0,0056** (0,0024)
COMP*ECON3	-0,0022 (0,0041)	-0,0032 (0,0069)	0,0015 (0,0036)
COMP*ECON4	-0,0016 (0,0046)	0,0057 (0,0076)	-0,0009 (0,0039)
COMP*ECON5	-0,0010 (0,0025)	0,0008 (0,0062)	0,0017 (0,0020)
ROA	0,0218 (0,0184)	-0,0244 (0,0284)	0,0109 (0,0168)
MB	-0,3725* (0,2080)	-0,0358 (0,1265)	-0,2007* (0,1163)
END	0,0076 (0,0097)	-0,0130 (0,0101)	-0,0140* (0,0079)
TAM	0,5029*** (0,1685)	-0,4778*** (0,1698)	-0,2213 (0,1462)
Constante	-4,5858 (4,0503)	19,0827*** (4,4499)	12,6398*** (3,5567)
Controle de Período	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,7807	0,1982	0,6754
R ² (Between)	0,4506	0,3646	0,2734
R ² (Overall)	0,6872	0,2815	0,5426
Teste Wald	3190,65***	272,16***	1.588,01***
Observações	665	665	665

L.M. Breusch-Pagan	263,69***	326,06***	325,69***
VIF	4,97	4,97	4,97
Breusch-Pagan	146,70***	50,26***	64,35***
Wooldridge	283,62***	28,65***	162,30***

Nota: COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); ECON1 (tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração); ECON2 (tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO); ECON3 (tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); ECON4 (tempo de atuação como conselheiro independente); e ECON5 (tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

Os resultados da Tabela 18 mostram que o tempo de experiência como Presidente do Conselho de Administração (ECON1) exerceu efeito positivo e significativo na relação entre o nível de comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital próprio (Coef.: 0,0055; valor-p<0,097); e custo médio ponderado de capital (Coef.: 0,0075; valor-p<0,005). De outra forma, a ECON1 não exerceu efeito significativo (Coef.: 0,0010; valor-p<0,888) na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital de terceiros.

Esses resultados evidenciaram que os agentes que transacionam com a firma perceberam a experiência progressiva do CEO como Presidente do Conselho de formas distintas. Acredita-se que os investidores entendem essa experiência profissional como um fator que atenua o efeito negativo proporcionado pela comparabilidade no custo de capital próprio. Isso contribui para as discussões apresentadas por Zajac e Westphal (1996) e Farag e Mallin (2018) em que enfatizam que CEOs com experiência no Conselho de Administração enfraquece o monitoramento exercido por este organismo de governança. Dessa forma, esses gestores poderiam adotar mais facilmente ações que aumentam a assimetria informacional (Collins & Huang, 2011) induzindo os preparadores a não reconhecerem adequadamente os eventos econômicos no processo de elaboração das demonstrações contábeis.

Já os credores não entendem que os CEOs com experiência como Presidente do Conselho de Administração tenham capacidade de interferir na relação negativa entre o nível de comparabilidade e custo de capital de terceiros. Esse resultado contraria o descrito por Zajac e Westphal (1996) e Collins e Huang (2011) que a experiência no principal cargo do Conselho de Administração funcionaria como um impulsionador para que o CEO entrincheirasse este organismo de governança e, conseqüentemente, geraria um ambiente organizacional com custos de agência adicionais para os credores levando ao aumento dos juros de empréstimos.

O resultado da não moderação dessa experiência pode estar atrelado a capacidade superior de acesso à informação dos credores em relação aos investidores. Em função disso,

mesmo que os CEOs possam promover ações em direção ao entrincheiramento dos membros do Conselho de Administração, os credores ainda conseguiriam avaliar a capacidade de pagamento da firma à medida que as demonstrações se tornam mais comparáveis. Outro ponto concerne ao entrincheiramento deste organismo de governança servir como um fator que reduziria a imprevisibilidade da execução dos objetivos estratégicos da firma. Farag e Malin (2018) mencionam que a busca de poder sobre o Conselho de Administração por meio do entrincheiramento e formação de coalizões facilitada quando o CEO possui experiência como conselheiro resulta no aumento da sinergia entre este organismo de governança e a diretoria executiva na condução dos objetivos estratégicos. Isso contribui positivamente para o alcance desses objetivos (Zhu et al., 2020) que não aumentaria o risco de alocação de capital pelos credores que, conseqüentemente, mantém a redução do custo de capital promovida pelo aumento do nível de comparabilidade.

Em relação ao tempo de experiência como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO (ECON2), observou-se que este tipo de experiência no Conselho de Administração apenas exerceu efeito negativo e significativo na relação entre o nível de comparabilidade e o custo médio ponderado de capital (Coef.: -0,0056; valor- $p < 0,018$). Esse resultado contraria a discussão de Zajac e Westphal (1996) e Farag e Mallin (2018) que a experiência anterior no Conselho de Administração tenderia influenciar no ambiente corporativo ao ponto de, como descrito por Arianpoor e Efazati (2023), ser fator para atenuar as conseqüências benéficas da comparabilidade, por exemplo, a redução do custo de capital. Assim, denota que a experiência no Conselho de Administração na mesma empresa tende a ser um recurso imaterial utilizado pelo CEO para promover ações que reduzem o risco global de captação de recursos propiciando um ambiente ideal para que a comparabilidade esteja ainda mais negativamente associada com o custo médio ponderado de capital.

Sobre o tempo de experiência como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO (ECON3), verifica-se que não exerce efeitos significativos na relação entre o nível de comparabilidade e custo de capital próprio (Coef.: -0,0022; valor- $p < 0,592$); custo de capital de terceiros (Coef.: -0,0032; valor- $p < 0,650$); e custo médio ponderado de capital (Coef.: 0,0015; valor- $p < 0,686$). De forma similar, o tempo de experiência do CEO como conselheiro independente (ECON4) também não produz efeitos significativos na relação entre nível de comparabilidade e o custo de capital próprio (Coef.: -0,0016; valor- $p < 0,731$); custo de capital de terceiros (Coef.: 0,0057; valor- $p < 0,454$); e custo médio ponderado de capital (Coef.: -0,0009; valor- $p < 0,821$).

Os resultados evidenciaram que a ECON3 e ECON4 não atuam como fatores moderadores na relação entre comparabilidade e o custo de capital. Isso está em desacordo com o raciocínio apresentado por Zajac e Westphal (1996) e Collins e Huang (2011), pois as experiências obtidas pelo CEO em outras empresas ou como membro independente não é capaz de moldar o ambiente corporativo a ponto de afetar a relação entre comparabilidade e custo de capital. Assim, compreende-se que essas experiências profissionais não ensejam a capacidade do CEO moldar o ambiente corporativo diferentemente de quando exerceu previamente a função de conselheiro na mesma empresa que está à frente da gestão; ou quando ocupou a função de Presidente do Conselho de Administração, isto é, o cargo de maior influência neste organismo de governança.

Quanto ao tempo de experiência do CEO como conselheiro em companhia transnacional (ECON5), verifica-se que não exerce efeitos na relação entre o nível de comparabilidade e custo de capital próprio (Coef.: -0,0010; valor-p<0,685); custo de capital de terceiros (Coef.: 0,0008; valor-p<0,892); e custo médio ponderado de capital (Coef.: 0,0017; valor-p<0,407). Esses resultados mostraram que o aumento do tempo de experiência do CEO em companhia transnacional não é fator que influencia a captação de recursos externos a custos mais baixos. Isso contraria o raciocínio que a experiência como conselheiro tenderia a levar o CEO a tomar decisões que enfraqueceria o poder de monitoramento Conselho de Administração (Zajac & Westphal, 1996) abrindo espaço para prover demonstrações com menos qualidade ao público externo (Collins & Huang, 2011) e, conseqüentemente, aumentaria o custo de capital (Baratiyan & Salehi, 2013; Ghouma, 2017).

Nesse contexto, os resultados evidenciados na Tabela 18 não rejeitam a H3 apenas para o efeito exercido do tempo de experiência como Presidente do Conselho de Administração (ECON1) na relação da comparabilidade no custo de capital próprio e no custo médio ponderado de capital. Esses resultados, aliados às evidências que alguns tipos de experiência do CEO como conselheiro, tendem a moldar o ambiente corporativo ao ponto de impulsionar o efeito negativo da comparabilidade no custo de capital contribuem diretamente a Teoria dos Escalões Superiores. Isso ocorre porque a passagem anterior no Conselho de Administração pelo CEO tende a ser um fator determinante para intensificar ou atenuar a obtenção de recursos financeiros considerando o nível de comparabilidade das demonstrações contábeis. Além disso, avança-se contribui-se à TES ao mostrar que os tipos de experiência como conselheiro são percebidas de modos distintos pelos agentes que transacionam capital com a firma fazendo com que devem ser avaliadas separadamente.

4.7 TESTES ESTATÍSTICOS ADICIONAIS

A partir dos resultados apresentados na seção de Estatísticas Inferenciais, constatou-se que as experiências profissionais do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro moderam a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis. Para complementar esses resultados, submeteu-se os dados da amostra a testes estatísticos de sensibilidade. Foram realizados três testes de sensibilidade, o primeiro teste (i) examinou o papel moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital, considerando o controle autorregressivo do custo de capital; o segundo (ii) analisou o efeito moderador das experiências profissionais do CEO, considerando apenas se houve atuação prévia na área financeira, governo e no Conselho de Administração independentemente do tempo atuação; e o terceiro (iii) testou o possível efeito não linear das experiências profissionais do CEO na relação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital.

Em relação ao primeiro teste, o custo de capital poderia apresentar relação autorregressiva de um período, isto é, a taxa de custo de capital do período atual seria positivamente influenciada pela taxa de custo de capital do período anterior. Por esse motivo, estimou-se os modelos multivariados do papel moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade e o custo de capital, considerando a função autorregressiva do custo de capital. Os resultados expressos na Tabela 20 do Apêndice A evidenciam que o custo de capital possui função autorregressiva positiva. Quando analisado o papel moderador das experiências profissionais do CEO, verifica-se que os resultados se mantêm reforçando que a EFIN1 e EFIN2 intensificam a relação da comparabilidade no custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, respectivamente; a EGOV1 e EGOV3 intensificam a relação entre comparabilidade e custo de capital próprio; a EGOV2 intensificam a relação entre comparabilidade e custo de capital de terceiros; e a ECON1 atenuam a relação entre comparabilidade e custo de capital próprio. Desse modo, os resultados do primeiro teste de sensibilidade reforçam os resultados descobertos sobre as estatísticas inferenciais sobre o papel moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade e o custo de capital.

Sobre o segundo teste, o fato de o CEO apenas possuir experiência profissional na área financeira, no governo e como conselheiro independentemente do tempo de atuação prévia poderia ser um fator que já influenciaria a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital. Ding et al. (2022) mencionam que quando o CEO possui atuação

profissional prévia em cargo específico teria sua base cognitiva e seus valores moldados a ponto de influenciar nas decisões corporativas que envolvem o reconhecimento dos eventos econômicos. Em função disso, quando o CEO possui experiência profissional, independentemente do tempo de atuação, já seria capaz de influenciar os reflexos proporcionados pela comparabilidade em direção à redução do custo de capital.

Nesse contexto, estimou-se os modelos multivariados do papel moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre comparabilidade e custo de capital, considerando apenas se houve experiência profissional em cargos que remetem à área financeira, governo e como conselheiro independentemente do tempo de atuação no cargo. Para isso, mensurou-se cada uma dessas experiências por meio de uma variável dicotômica aplicando “1” quando o CEO possui a referida experiência profissional e “0” quando o CEO não possui a referida experiência profissional.

Os resultados apresentados na Tabela 21 do Apêndice B mostram que o fato de o CEO apenas possuir experiência prévia em cargos relacionados à EFIN1, EFIN2, EGOV1 e EGOV3 se mostra capaz de moderar a relação entre a comparabilidade e o custo de capital. Dessa maneira, o fato de o CEO apenas ter ocupado em cargos que remetem a EFIN1, EFIN2, EGOV1 e EGOV3 já é suficiente para ter base cognitiva diferente em relação aos gestores que não tiveram previamente estas experiências profissionais a ponto de prover a capacidade de realizar ações que interfiram efetivamente nos reflexos proporcionados pela comparabilidade no custo de capital. Quando esse resultado é analisado conjuntamente com as evidências expostas na seção de Estatísticas Inferenciais, verifica-se que essa capacidade é intensificada à medida que o CEO possui mais tempo de experiência profissional em cargos relacionados à EFIN1, EFIN2, EGOV1 e EGOV3. Já os resultados da Tabela 21 sobre EGOV2 e ECON1 mostram que o fato de o CEO apenas ter estas experiências profissionais não necessariamente interferem na relação entre comparabilidade e custo de capital. Assim, evidenciando que a ocupação em cargos relacionados à EGOV2 e ECON1 apenas produzem efeitos sobre os reflexos da comparabilidade na redução do custo de alocação de capital dos agentes que transacionam com a firma quando considerado o fator tempo de atuação prévia.

Quanto ao terceiro teste, as experiências profissionais do CEO poderiam exercer efeito não linear na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital, considerando o fenômeno do “U invertido”. No caso das experiências profissionais do CEO, esse fenômeno poderia ocorrer pelo fato do acréscimo de cada ano de tempo de experiência no cargo produzir efeito em diferentes níveis de intensidade na relação entre comparabilidade e custo de capital. Para fins de exemplificação, a diferença da intensidade de um CEO com um

ano de experiência em instituições financeiras (EFIN1) em comparação a um CEO com dois anos de EFIN1 seria mais significativa na relação da comparabilidade e custo de capital quando comparada com a diferença da intensidade de CEO com 14 anos de EFIN1 em relação a um CEO com 15 anos de EFIN1. Para testar a existência do fenômeno do “U invertido”, elevou-se cada uma das experiências profissionais ao quadrado e, em sequência, realizou-se a multiplicação com o nível de comparabilidade das demonstrações contábeis para estimar as variáveis moderadoras dos modelos que avaliam a existência do fenômeno do “U invertido”.

Os resultados na Tabela 22 do Apêndice C demonstram a inexistência do fenômeno do efeito moderador não linear para EFIN1 e EFIN2. Esse resultado complementa os achados expostos na Tabela 16 que essas experiências somente produzem efeitos lineares na relação entre comparabilidade e custo de capital. Em relação às experiências que remetem à atuação prévia no governo, constatou-se que o efeito moderador não linear da EGOV1 e EGOV3 é inexistente, reforçando os resultados apresentados no Modelo 10 da Tabela 17 que estas experiências moderam linearmente a relação negativa entre comparabilidade e custo de capital.

Quando analisado a relação entre a comparabilidade e o custo de capital de terceiros, percebe-se que a EGOV2 e EGOV3 moderam de modo não linear esta relação. Esse resultado promove descoberta adicionais do efeito dessas experiências do CEO no governo sobre o fenômeno da comparabilidade das demonstrações contábeis. Isso evidencia que o acréscimo de um ano de experiência do CEO em cargos relacionados à EGOV2 ou EGOV3 exerce efeitos mais significativos na relação entre comparabilidade e custo de capital de terceiros para os CEOs com menos anos de atuação em relação aos CEOs que possuem mais anos de atuação prévia em cargos relacionados à EGOV2 e EGOV3. Sobre as experiências que remetem à experiência do CEO em cargos do Conselho de Administração, os resultados da Tabela 22 (Apêndice C) mostram a inexistência do efeito moderador não linear da atuação prévia como Presidente do Conselho de Administração (ECON1). Esse resultado reforça os achados apresentados no Modelo 13 da Tabela 18 que o papel moderador da ECON1 ocorre de modo linear na relação negativa entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

4.8 RESUMO DOS TESTES DAS HIPÓTESES

As estatísticas inferenciais foram estimadas para testar as três Hipóteses de Teste (H1, H2 e H3) formuladas a partir da Hipótese Teórica da Tese que as experiências profissionais do CEO moderam a intensidade da relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis

e o custo de capital. Na Tabela 19 apresenta-se a síntese dos resultados dos testes das hipóteses ilustrando a relação e os coeficientes significativos do Custo de Capital Próprio, Custo de Capital de Terceiros e Custo Médio Ponderado de Capital (dependentes), e a interação da Comparabilidade das Demonstrações Contábeis com as Experiências Profissionais do CEO na área Financeira, no Governo e como Conselheiro.

Tabela 19

Resumo dos testes de hipóteses

Hipótese 1: A experiência do CEO na área financeira intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.				
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo Médio Ponderado de Capital	Resultado
Tempo de experiência em instituições financeiras	(-) 0,0079***	(+) 0,0004	(+) 0,0007	Não Rejeitar
Tempo de experiência como auditor, contador, <i>controller</i> ou tesoureiro	(-) 0,0012	(-) 0,0197***	(-) -0,0044	Não Rejeitar
Tempo de experiência como CFO ou vice-presidente de finanças	(+) 0,0026	(+) 0,0007	(+) 0,0011	Rejeitar
Hipótese 2: A experiência do CEO no governo intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.				
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo Médio Ponderado de Capital	Resultado
Tempo de experiência na alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais	(-) 0,0149***	(+) 0,0131**	(-) 0,0035	Não Rejeitar
Tempo de experiência em diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal	(+) 0,0227	(-) 0,0729***	(-) 0,01106	Não Rejeitar
Tempo de experiência em diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais	(-) 0,0086***	(+) 0,0264	(+) 0,0011	Não Rejeitar
Hipótese 3: A experiência do CEO como conselheiro atenua a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.				
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo Médio Ponderado de Capital	Resultado
Tempo de experiência como Presidente do Conselho de Administração	(+) 0,0055*	(+) 0,0010	(+) 0,0075	Não Rejeitar
Tempo de experiência como conselheiro na mesma empresa que exerce o cargo de CEO	(-) 0,0042	(+) 0,0029	(-) 0,0056**	Rejeitar
Tempo de experiência como conselheiro em empresa diferente da que exerce o cargo de CEO	(-) 0,0022	(-) 0,0032	(+) 0,0015	Rejeitar
Tempo de experiência como conselheiro independente	(-) 0,0016	(+) 0,0057	(-) 0,0009	Rejeitar
Tempo de experiência como conselheiro em companhia transnacional	(-) 0,001	(+) 0,0008	(+) 0,0017	Rejeitar

Nota: * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

Em relação à experiência do CEO na área financeira, verifica-se que o tempo de experiência em instituições financeiras exerce efeito negativo e significativo na relação entre o nível de comparabilidade e o custo de capital próprio; e o tempo de experiência como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro exerce efeito negativo e significativo na relação entre o nível de comparabilidade e o custo de capital de terceiros e, conseqüentemente, não se rejeita a H1. Esses resultados confirmam a H1 evidenciando que a experiência do CEO em instituições financeiras e como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro moldam o ambiente corporativo a ponto de intensificar a redução do capital próprio oportunizada pelo aumento do nível de comparabilidade. Os resultados sobre a experiência prévia em instituições financeiras no custo de capital de terceiros e custo médio ponderado de capital; o tempo de experiência do CEO como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro no custo de capital próprio e custo médio ponderado de capital; e tempo de experiência como CFO ou vice-presidente de finanças nas três óticas do custo de capital não foram significativas, implicando na rejeição da H1 para estas experiências.

Quanto à experiência do CEO no governo, observa-se que o tempo de experiência do CEO na alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais e o tempo de experiência do CEO em diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais moderam negativamente a relação entre a comparabilidade e o custo de capital próprio; e o tempo de experiência em diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal modera negativamente a relação entre a comparabilidade com o custo de capital de terceiros, dessa forma, não se rejeita a H2. Os resultados que não rejeitam a H2 evidenciam que as três experiências profissionais que remetem à ocupação prévia pelo CEO em cargos do governo são consideradas como benéficas pelos investidores e credores propiciando um ambiente corporativo mais estável ao ponto de intensificar a redução do custo de capital promovida pelo aumento do nível de comparabilidade. Além disso, os resultados referentes à ocupação prévia em cargos da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais e da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais no custo de capital de terceiros e no custo médio ponderado de capital; e experiência prévia na diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal no custo de capital próprio e no custo médio ponderado de capital não foram significativas, rejeitando-se a H2 para estes tipos de experiência no governo.

Sobre a experiência do CEO como conselheiro, apenas o tempo de experiência do CEO como Presidente do Conselho de Administração exerce efeitos positivos na relação entre o nível de comparabilidade com o custo de capital próprio e custo médio ponderado de capital e, dessa maneira, não se rejeita a H3. Esses resultados demonstram que a experiência do CEO como

Presidente do Conselho de Administração é percebida pelos investidores como um fator que estaria relacionado ao enfraquecimento deste organismo de governança, prejudicando a influência da comparabilidade na redução do custo de capital. Por outro lado, nota-se que as outras experiências que remetem à passagem anterior do CEO no Conselho de Administração não influenciam de forma positiva e significativa a relação entre a comparabilidade e custo de capital, assim, rejeitando-se a H3 para estas experiências.

Desse modo, os resultados permitem afirmar que a Teoria dos Escalões Superiores (TES) está alinhada com o entendimento que as experiências profissionais na área financeira, no governo e como conselheiro moldam o ambiente corporativo ao ponto de exercerem efeitos na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e custo de capital. A TES postula que atributos pessoais, por exemplo, as experiências profissionais moldam a base cognitiva e os valores que, conseqüentemente, alteram a percepção e tomada de decisões corporativas realizadas pelos gestores (Hambrick e Mason, 1984). Isso ocorre porque as experiências profissionais permitem que os CEOs tenham mais capacidade de, por exemplo, possuir maiores conhecimentos sobre as finanças da empresa; ter conhecimento superior sobre as dinâmicas do governo e possuir conexões políticas que poderiam ser ativadas em benefício da firma; e conhecimento sobre as dinâmicas do Conselho de Administração possibilitando capacidade superior para exercer poder sobre este organismo de governança. Assim, as experiências profissionais permitiriam que os CEOs implementassem ações que moldam o ambiente corporativo que, conseqüentemente, são notadas pelos agentes que transacionam com a firma a ponto de intensificar ou atenuar a contribuição da comparabilidade em prol da redução do custo de capital.

5 CONCLUSÕES

Nesta seção é contemplado o encerramento da tese apresentando as conclusões a partir da análise de resultados; as implicações da tese; as limitações e caminhos para futuros estudos que possam ampliar a discussão sobre o papel das experiências profissionais do CEO nas empresas.

5.1 CONCLUSÕES E IMPLICAÇÕES DA TESE

A comparabilidade das demonstrações contábeis é benéfica para a firma ao diminuir o risco de capital dos agentes que transacionam com a firma e, conseqüentemente, implica na redução do custo de capital de capital próprio e de terceiros. Sabe-se que a comparabilidade depende do ambiente corporativo que é moldado pelas experiências profissionais dos CEOs. Nesse contexto, as experiências profissionais do CEO são entendidas como fatores com potenciais para exercerem efeitos na redução do custo de capital.

A Teoria dos Escalões Superiores foi empregada na tese para analisar o efeito moderador das experiências profissionais do CEO na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital em empresas brasileiras de capital aberto.

Com base na literatura, elaborou-se três hipóteses para analisar o efeito moderador das experiências profissionais do CEO. A primeira hipótese defendeu que a experiência do CEO na área financeira intensificaria a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Os resultados confirmam essa hipótese, pois o tempo de experiência em instituições financeiras e o tempo de experiência como auditor, contador, *controller* ou tesoureiro intensificam a relação negativa entre a comparabilidade e o custo de capital. Esse resultado está de acordo com estudos que argumentaram que a experiência do CEO na área financeira induz os preparadores a reconhecerem adequadamente os eventos econômicos na elaboração das demonstrações contábeis, implicando no aumento da comparabilidade que, conseqüentemente, colabora para a redução do custo de capital.

A segunda hipótese testada foi que a experiência do CEO no governo intensifica a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Os resultados confirmam essa hipótese, pois o tempo de experiência do CEO na alta cúpula em ministérios federais ou secretarias estaduais; o tempo de experiência em diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal; e o tempo de experiência do CEO em diretorias executivas de autarquias estaduais e federais potencializam o efeito negativo proporcionado pela

comparabilidade no custo de capital. Esses resultados são consistentes com estudos anteriores que defendem que essas experiências profissionais estão relacionadas a condutas promovidas pelo CEO que intensificam as contribuições da comparabilidade em direção à redução do custo de obtenção de recursos pela firma.

A terceira hipótese testada foi que a experiência do CEO como conselheiro atenua a relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital. Os resultados direcionam para a confirmação dessa hipótese, pois o tempo de experiência do CEO como Presidente do Conselho de Administração contribui como fator que atenua a redução do custo de capital proporcionada pelo aumento do nível de comparabilidade das demonstrações contábeis. Dessa forma, esses resultados estão de acordo com o argumentado por estudos anteriores que a experiência do CEO como conselheiro tenderia a enfraquecer organismos de governança implicando em um ambiente corporativo que amenizaria a redução do custo de capital provocada pelo aumento do nível de comparabilidade.

Portanto, confirmou-se a tese que **as experiências profissionais do CEO exercem efeitos significativos na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital**. Embora haja a confirmação dessa tese, salienta-se que nem todas as experiências profissionais que remetem à experiência do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro moderam significativamente a relação entre comparabilidade e custo de capital. Assim, a confirmação da tese ocorre para algumas dessas experiências profissionais do CEO.

Além de confirmarem a tese proposta, os resultados também promovem implicações em termos teóricos e práticos. Em relação às implicações teóricas, os resultados contribuem diretamente à Teoria dos Escalões Superiores, pois as experiências profissionais na área financeira, no governo e como conselheiro possuem a capacidade de moldar as bases cognitivas e valores a ponto mudarem as percepções e decisões corporativas realizadas pelo CEO que, conseqüentemente, influenciam na relação entre a comparabilidade das demonstrações contábeis e o custo de capital.

Ainda em termos teóricos, contribui-se a estudos anteriores que argumentam que as experiências profissionais do CEO são fatores relevantes que moldam o ambiente corporativo implicando na forma em que os eventos são reconhecidos durante o processo de elaboração das demonstrações contábeis e, conseqüentemente, na relação entre comparabilidade e custo de capital. Essa contribuição ganha ainda mais relevância porque é um avanço para as investigações que se dedicaram apenas na relação direta exercida pela comparabilidade no custo

de capital, desconsiderando que esta relação não ocorre de modo indiscriminado em todas as empresas devido à influência de ações promovidas pela alta cúpula executiva.

Em termos práticos, contribui-se diretamente para os agentes que transacionam recursos com a firma, pois os investidores e credores podem entender o efeito de cada experiência profissional do CEO que remete à experiência na área financeira, no governo e como conselheiro sobre o fenômeno da comparabilidade das demonstrações contábeis na redução do custo de capital. Os investidores podem avaliar a trajetória profissional dos CEOs e saber quais experiências são relevantes a ponto de promover implicações no risco de investimento, especialmente em empresas com altos níveis de comparabilidade em suas demonstrações. Até porque fatores que induzem o aumento da comparabilidade embutida nas demonstrações contábeis contribuem positivamente ao facilitar o processo decisório dos investidores quanto à alocação de recursos em organizações para obtenção de retornos dos investimentos. Já os credores, a depender das experiências profissionais dos CEOs, podem saber se necessitarão de informações adicionais na avaliação da saúde financeira da firma em quando decidem aprovar a cessão de empréstimos e financiamentos.

Os resultados encontrados neste estudo também auxiliam os acionistas, pois podem entender como a trajetória profissional dos CEOs é entendida pelos agentes que transacionam recursos com a firma, incluindo o nível de risco e o custo do capital transacionado. Dessa forma, os acionistas podem entender como essa trajetória beneficiaria a firma, principalmente em situações de contratação de um novo CEO.

Sabe-se que a trajetória profissional do CEO é complexa e possui diferentes nuances que influenciam a percepção desse gestor sobre o contexto corporativo. Além das experiências profissionais que remetem à experiência do CEO na área financeira, no governo e como conselheiro; outras experiências profissionais também podem ser relevantes nas consequências proporcionadas pela comparabilidade como a experiência internacional e experiência em tecnologia da informação deste gestor. Em função disso, estudos futuros podem estender a discussão considerando essas experiências profissionais do CEO.

As experiências profissionais também não atuam de forma independente na percepção dos CEOs sobre o contexto corporativo, pois interagem com características individuais e de formação educacional deste gestor. Por esse motivo, estudos futuros podem se dedicar em entender como essas interações podem influenciar os reflexos exercidos pela comparabilidade. Além disso, as interações das experiências profissionais dos CEOs também poderiam ocorrer com características organizacionais da firma. Dessa forma, características relacionadas à propriedade da empresa (familiar ou não familiar); e nível de independência e coalizões

presentes no Conselho de Administração, também poderiam interagir com as experiências profissionais dos CEOs moderando a relação entre comparabilidade e custo de capital.

O papel moderador das experiências profissionais na relação entre a comparabilidade e o custo de capital também tenderia a se estender para as empresas de capital fechado, ainda mais que estas empresas não possuem um ambiente exposição similar às firmas que negociam ações no mercado de capitais. Adicionalmente, esse papel moderador também poderia ocorrer em outros reflexos proporcionados pela comparabilidade como os relacionados à qualidade da informação contábil (relevância da informação e gerenciamento de resultados); acurácia dos analistas; e eficiência de investimentos corporativos.

REFERÊNCIAS

- Abou-El-Sood, H. (2019). Corporate governance and risk taking: the role of board gender diversity. *Pacific Accounting Review*, 31(1), 19-42. <https://doi.org/10.1108/PAR-03-2017-0021>
- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 59(1), 60-79. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- Altarawneh, M., Shafie, R., & Ishak, R. (2020). CEO characteristics: A literature review and future directions. *Academy of Strategic Management Journal*, 19(1), 1-10.
- Amanat, A., Hunjra, A. I., & Ahmed, F. (2020). How corporate political strategies are related to cost of debt?. *Indonesian Capital Market Review*, 85-92.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5-38. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01133.x>
- Arantes, V. A., Dicko, S., & Soares, R. O. (2023). Firms' political connections and performance in Brazil and Canada: an analysis of the effect of country institutional factors. *Journal of Management and Governance*, 1-50. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09666-1>
- Arena, M. P. (2018). Corporate litigation and debt. *Journal of Banking & Finance*, 87, 202-215. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.10.005>
- Arianpoor, A., & Efazati, S. (2023). The impact of accounting comparability on CEO incentive plans in an emerging economy: the moderating role of board independence. *Asian Review of Accounting*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2023-0002>
- Arif, H. M., Mustapha, M. Z., & Jalil, A. A. (2023). Do powerful CEOs matter for earnings quality? Evidence from Bangladesh. *PloS one*, 18(1), e0276935. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0276935>
- Avabruth, S. M., & Padhi, S. K. (2023). Earnings management by family firms to meet the debt covenants: evidence from India. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(1), 93-117. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2020-0331>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Baratiyan, S., & Salehi, M. (2013). The effect of management entrenchment on the equity capital in Iran. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 7(1), 19-26.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable?. *Journal of accounting and economics*, 54(1), 68-93. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.001>
- Belenzon, S., Shamshur, A., & Zarutskie, R. (2019). CEO's age and the performance of closely held firms. *Strategic Management Journal*, 40(6), 917-944. <https://doi.org/10.1002/smj.3003>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2019). Earnings credibility in politically connected family firms. *The British Accounting Review*, 51(3), 316-332. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2018.12.003>
- Bortoli, C., & Soares, R. O. (2019). Executivos Com Maior Sofisticação Financeira São Mais Confiantes e Otimistas? *Revista de administração contemporânea*, 23, 268-287. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180073>
- Bortoli, C. (2017). *A sofisticação financeira dos CEOse sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: Um estudo realizado em companhias abertas*

- brasileiras* (Dissertação de mestrado). Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil).
- Bortoluzzi, D. A., Zakaria, J., Santos, E. A., & Lunkes, R. J. (2016). A influência das características dos executivos de alto escalão sobre a estrutura de capital: Um estudo em empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Espacios*, 37(37), 1-24.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *Journal of Financial Research*, 35(3), 397-423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2005). Finanças corporativas: financiamento e gestão de risco. *Tradução Robert Brian Taylor. Porto Alegre: Bookman.*
- Brochet, F., Jagolinzer, A. D., & Riedl, E. J. (2013). Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1373-1400. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12002>
- Bufarwa, I. M., Elamer, A. A., Ntim, C. G., & AlHares, A. (2020). Gender diversity, corporate governance and financial risk disclosure in the UK. *International Journal of Law and Management*, 62(6), 521-538. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-10-2018-0245>
- Cairns, D., Massoudi, D., Taplin, R., & Tarca, A. (2011). IFRS fair value measurement and accounting policy choice in the United Kingdom and Australia. *The British Accounting Review*, 43(1), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.10.003>
- Carmo, C. R., Moreira, J. A. C., & Miranda, M. C. S. (2016). Earnings quality and cost of debt: evidence from Portuguese private companies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2), 178-197. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2014-0065>
- Cascino, S., & Gassen, J. (2015). What drives the comparability effect of mandatory IFRS adoption?. *Review of Accounting Studies*, 20, 242-282. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9296-5>
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.003>
- Chatterjee, C. (2020). Board quality and earnings management: Evidence from India. *Global Business Review*, 21(5), 1302-1324. <https://doi.org/10.1177/097215091985695>
- Chen, Y. S., Shen, C. H., & Lin, C. Y. (2014). The benefits of political connection: Evidence from individual bank-loan contracts. *Journal of Financial Services Research*, 45(3), 287-305. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0167-1>
- Coelho, L. V., Campagnoni, M., & Rover, S. (2017). Nível de comparabilidade das práticas contábeis dos estoques de empresas do ramo varejista listadas na BM&FBovespa. *ConTexto-Contabilidade em Texto*, 17(36).
- Collins, D., & Huang, H. (2011). Management entrenchment and the cost of equity capital. *Journal of Business Research*, 64(4), 356-362. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.02.013>
- Cunha, C. M. P. D., & Barros, P. P. F. B. (2021). O efeito sobre o BTB da adoção das IFRS e do fim do regime tributário de transição (RTT) no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33, 96-111. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113980>
- Conselho Federal de Contabilidade. (2019). Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral NBC TG 00 – Estrutura Conceitual.
- Consoni, S., & Colauto, R. D. (2023). Coalizão de acionistas e dividendos: evidências do mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e1769. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20221769.pt>
- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO' s work experience and firm' s financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>

- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). A behavioral theory of the firm. *Englewood Cliffs, NJ*, 2(4), 169-187.
- DeFranco, G., Kothari, S. P., & Verdi, R. S. (2011). The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting research*, 49(4), 895-931. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00415.x>
- Ding, N., Ullah, I., & Jebran, K. (2022). Foreign Experienced CEOs' and Financial Statement Comparability. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-19. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2073814>
- Donelson, D. C., Jennings, R., & Mcinnis, J. (2017). Financial statement quality and debt contracting: Evidence from a survey of commercial lenders. *Contemporary Accounting Research*, 34(4), 2051-2093. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12345>
- Eduardo, M., & Poole, B. (2016). CEO age and gender: Subsequent market performance. *Cogent Business & Management*, 3(1), 1146389. <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1146389>
- El-Khatib, R., Fogel, K., & Jandik, T. (2015). CEO network centrality and merger performance. *Journal of Financial Economics*, 116(2), 349-382. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.001>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Fabrício, S. A., Dalcerro, K., Ferreira, D. D. M., & Ribeiro, A. M. (2021). Mulheres CEO (Chief Executive Officer) e CFO (Chief Financial Officer): influência da presença feminina na qualidade dos accruals. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(47), 72-90. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e76616>
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American economic review*, 96(1), 369-386. <https://doi.org/10.1257/000282806776157704>
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of corporate finance*, 39, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Fan, J. P., Guan, F., Li, Z., & Yang, Y. G. (2014). Relationship networks and earnings informativeness: Evidence from corruption cases. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(7-8), 831-866. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12078>
- Farag, H., & Mallin, C. (2018). The influence of CEO demographic characteristics on corporate risk-taking: evidence from Chinese IPOs. *The European Journal of Finance*, 24(16), 1528-1551. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1151454>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Faysal, S., Salehi, M., & Moradi, M. (2021). Impact of corporate governance mechanisms on the cost of equity capital in emerging markets. *Journal of Public Affairs*, 21(2), e2166. <https://doi.org/10.1002/pa.2166>
- Feng, M., Ge, W., Luo, S., & Shevlin, T. (2011). Why do CFOs become involved in material accounting manipulations?. *Journal of accounting and economics*, 51(1-2), 21-36. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.005>
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108. <https://doi.org/10.5465/256667>
- Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of business research*, 62(12), 1350-1357. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.12.001>

- Francis, J. R., Pinnuck, M. L., & Watanabe, O. (2014). Auditor style and financial statement comparability. *The Accounting Review*, 89(2), 605-633. <https://doi.org/10.2308/accr-50642>
- Frost, T. S., He, Z., Nam, J., & Pinsker, R. (2023). The Impact of CEO IT Ability on Bank Loan Terms. *Journal of Information Systems*, 37(1), 7-37. <https://doi.org/10.2308/ISYS-2021-020>
- Gao, H., Shen, Z., Li, Y., Mao, X., & Shi, Y. (2020). Institutional investors, real earnings management and cost of equity: Evidence from listed high-tech firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3490-3506. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1650348>
- Garcia-Blandon, J., Argilés-Bosch, J. M., & Ravenda, D. (2019). Exploring the relationship between CEO characteristics and performance. *Journal of Business Economics and Management*, 20(6), 1064-1082. <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.10447>
- Gherghina, Ș. C., Vintilă, G., & Toader, D. A. (2020). The Impact of CEO and Firm-Specific Characteristics on Capital Structure: Evidence from Romanian Firms. In *Emerging Market Finance: New Challenges and Opportunities*, 21, 231-250. <https://doi.org/10.1108/S1569-376720200000021013>
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing?. *Research in International Business and Finance*, 39, 13-29. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>
- Gomez, E. T. (2003). Political business in Malaysia: party factionalism, corporate development, and economic crisis. In *Political Business in East Asia* (pp. 98-130). Routledge.
- Gomez-Mejia, L., Baixauli-Soler, J. S., Belda-Ruiz, M., & Sanchez-Marin, G. (2019). CEO stock options and gender from the behavioral agency model perspective: Implications for risk and performance. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 17(1), 68-88. <https://doi.org/10.1108/MRJIAM-05-2018-0836>
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Financial expert CEOs and earnings management around initial public offerings. *The International Journal of Accounting*, 53(2), 102-117. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.04.002>
- Guimarães, E. F., & Rover, S. (2018). Comparabilidade da mensuração das propriedades para investimento das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA: uma análise sob a ótica dos índices T e H. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(52). <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n52.2555>
- Guimarães, E. F., & Rover, S. (2022). Uniformidade e comparabilidade: uma análise da relevância para o mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33, 265-280. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202112890>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. Amgh Editora.
- Güner, A. B., Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Financial expertise of directors. *Journal of financial Economics*, 88(2), 323-354. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.009>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman editora.
- Hambrick, D. (2018). Upper Echelons Theory. *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*, 1782-1785. https://doi.org/10.1057/978-1-137-00772-8_785
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of management review*, 32(2), 334-343. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.24345254>
- Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in organizational behavior*.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>

- Harjan, S. A., Teng, M., Shah, S. S. H., & Mohammed, J. H. (2019). Political connections and cost of debt financing: empirical evidence from China. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(1), 212. <https://doi.org/10.32479/ijefi.7561>
- Hendriksen, E. S. (1967). Toward greater comparability through uniformity of accounting principles. *New York Certified Public Accountant (pre-1986)*, 37(000002), 105.
- Hirshleifer, D. (1993). Managerial reputation and corporate investment decisions. *Financial management*, 145-160. <https://doi.org/10.2307/3665866>
- Houcine, A., & Houcine, W. (2020). Does earnings quality affect the cost of debt in a banking system? Evidence from French listed companies. *Journal of General Management*, 45(4), 183-191. <https://doi.org/10.1177/0306307020916296>
- Huang, H. W., Rose-Green, E., & Lee, C. C. (2012). CEO age and financial reporting quality. *Accounting horizons*, 26(4), 725-740. <https://doi.org/10.2308/acch-50268>
- Hung, C. H. D., Jiang, Y., Liu, F. H., Tu, H., & Wang, S. (2017). Bank political connections and performance in China. *Journal of Financial Stability*, 32, 57-69. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.09.003>
- Imhof, M. J., Seavey, S. E., & Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*, 31(2), 125-138. <https://doi.org/10.2308/acch-51710>
- Jiang, F., Zhu, B., & Huang, J. (2013). CEO's financial experience and earnings management. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 134-145. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.005>
- Jiu, L., Liu, B., & Liu, Y. (2020). How a shared auditor affects firm-pair comparability: Implications of both firm and individual audit styles. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 39(3), 133-160. <https://doi.org/10.2308/ajpt-17-008>
- Joni, J., Ahmed, K., & Hamilton, J. (2020). Politically connected boards, family and business group affiliations, and cost of capital: Evidence from Indonesia. *The British Accounting Review*, 52(3), 100878. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.100878>
- Jung, H. I. (2008). WACC as the touchstone performance indicator: The use of financial ratios as performance indicator—from operations to capital investments. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 20(6), 700-710. <https://doi.org/10.1108/09596110810892254>
- Khalil, M., Harianto, S., & Guney, Y. (2022). Do political connections reduce earnings management?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(1), 273-310. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01062-y>
- Khaw, K. L. H., Liao, J., Tripe, D., & Wongchoti, U. (2016). Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 141-158. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.002>
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.08.002>
- Kim, J. B., Li, L., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2016). Financial statement comparability and expected crash risk. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 294-312. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.12.003>
- Kim, R., Kim, S., & Musa, P. M. (2018). When does comparability better enhance relevance? Policy implications from empirical evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(5), 436-457. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.09.006>
- Kim, S., & Lim, S. C. (2017). Earnings comparability and informed trading. *Finance Research Letters*, 20, 130-136. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.013>
- King, T., Srivastav, A., & Williams, J. (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance*, 37, 287-308. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.003>

- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 105-231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Lai, S. M., & Liu, C. L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4), 295-312. <https://doi.org/10.1080/16081625.2016.1266270>
- Lang, M. H., Maffett, M. G., & Owens, E. (2010). Earnings comovement and accounting comparability: The effects of mandatory IFRS adoption. [S.I.]: SSRN, 1-55. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1676937>
- Liao, Q., Sellhorn, T., & Skaife, H. A. (2012). The cross-country comparability of IFRS earnings and book values: Evidence from France and Germany. *Journal of International Accounting Research*, 11(1), 155-184. <https://doi.org/10.2308/jiar-10215>
- Lima, R. Q. B., & Martins, M. A. S. (2021). Influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas do setor de energia elétrica listadas na B3. *ConTexto-ConTexto*, 21(47).
- Lintner, J., 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*. 47, 13–37.
- Luo, J., Li, X., & Chan, K. C. (2020). Political uncertainty and labour investment efficiency. *Applied Economics*, 52(43), 4677-4697. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1739615>
- Majeed, M. A., & Yan, C. (2022). Financial statement comparability and stock liquidity: evidence from China. *Applied Economics*, 54(47), 5497-5514. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2047597>
- Marschner, P. F., & Ceretta, P. S. (2021). Investor sentiment, economic uncertainty, and monetary policy in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32, 528-540. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113220>
- Matsunaga, S. R., & Yeung, P. E. (2008, October). Evidence on the impact of a CEO's financial experience on the quality of the firm's financial reports and disclosures. AAA.
- May, G. (1938). *Uniformity in Accounting*. Harvard Business Review, XVII(1), 1–8.
- Mendes, A. C. A., Lunkes, R. J., Menegazzo, G. D., Schnorrenberger, D., & Lavarda, C. E. F. (2019). Características observáveis dos gestores e a utilização da informação contábil: um estudo com base na teoria dos escalões superiores. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(1), 67-84. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i1.39192>
- Michelon, P. D. S. (2019). Relação entre características dos escalões superiores, práticas de orçamento de capital e desempenho financeiro de empresas brasileiras.
- Miller, D., & Xu, X. (2019). MBA CEOs, short-term management and performance. *Journal of Business Ethics*, 154, 285-300. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3450-5>
- Miranda, R. D. (2019). *Relação entre Comparabilidade das Demonstrações Contábeis e Custo do Capital Próprio de Companhias Brasileiras* (Doctoral dissertation, Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais).
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768-83. <https://doi.org/10.2307/1910098>
- Muttakin, M. B., Mihret, D., Lemma, T. T., & Khan, A. (2020). Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 517-534. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124>
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2019). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance?. *Management Decision*, 58(1), 164-181. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2018-0594>
- Neel, M. (2017). Accounting comparability and economic outcomes of mandatory IFRS adoption. *Contemporary Accounting Research*, 34(1), 658-690. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12229>

- Orazalin, N., & Akhmetzhanov, R. (2019). Earnings management, audit quality, and cost of debt: evidence from a Central Asian economy. *Managerial Auditing Journal*, 34(6), 696-721. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2017-1730>
- Orens, R., & Reheul, A. M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?. *European Management Journal*, 31(6), 549-563. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.003>
- Owusu, A., Kwabi, F., Ezeani, E., & Owusu-Mensah, R. (2022). CEO tenure and cost of debt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(2), 507-544. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01050-2>
- Pamplona, E., Canton, C., da Silva, T. P., & Junior, M. M. R. (2021). Volatilidade do fluxo de caixa e da disponibilidade de caixa na estrutura de capital de empresas industriais brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(49), 56-72. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e78069>
- Patzelt, H., Zu Knyphausen-Aufseß, D., & Nikol, P. (2008). Top management teams, business models, and performance of biotechnology ventures: An upper echelon perspective. *British Journal of Management*, 19(3), 205-221. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00552.x>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18, 185-205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Pereira, A. F. (2013). Determinantes na escolha do valor justo para propriedades para investimento no Brasil. São Paulo. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo Brasil.
- Petaibanlue, J., Walker, M., & Lee, E. (2015). When did analyst forecast accuracy benefit from increased cross-border comparability following IFRS adoption in the EU?. *International Review of Financial Analysis*, 42, 278-291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.004>
- Pfeffer, J. 1981. *Power in Organizations*. New York: Harper and Row.
- Pham, A. V. (2019). Political risk and cost of equity: The mediating role of political connections. *Journal of Corporate Finance*, 56, 64-87. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.01.001>
- Phan, H. V., Khieu, H. D., & Golec, J. (2017). Does earnings management relieve the negative effects of mandatory pension contributions?. *Financial Management*, 46(1), 89-128. <https://doi.org/10.1111/fima.12139>
- Pinheiro, L. E. T., dos Reis, D. E. A., & Avelino, B. C. (2012). Análise da relação entre endividamento e rentabilidade em empresas do setor de energia elétrica listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Mineira de Contabilidade*, 3(47), 26-35.
- Poletti-Hughes, J., & Briano-Turrent, G. C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62, 80-90. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.02.004>
- Pratt, S. P. (2003). *Cost of capital: estimation and applications*. John Wiley & Sons.
- Prendergast, C., & Stole, L. (1996). Impetuous youngsters and jaded old-timers: Acquiring a reputation for learning. *Journal of political Economy*, 104(6), 1105-1134.
- Reina, D. R. M. (2017). *Comparabilidade dos demonstrativos financeiros, acurácia e informatividade no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Reina, D. R. M., Carvalho, L. N. G., Reina, D., & Lemes, S. (2019). Comparabilidade dos relatórios financeiros e informatividade dos preços das ações no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(39), 177-198. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n39p177>

- Reina, D. R. M., Carvalho, L. N. G., Reina, D., & Lemes, S. (2022). Adoção das IFRS no Brasil: uma análise da comparabilidade dos relatórios financeiros e da acurácia das estimativas de consenso dos analistas. *Contabilidade Vista & Revista*, 33(1), 41-65. <https://doi.org/10.22561/cvr.v33i1.5748>
- Ribeiro, A. M. (2014). *Poder discricionário do gestor e comparabilidade dos relatórios financeiros: uma análise dos efeitos da convergência do Brasil às IFRS* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Ribeiro, A. M., Carmo, C. H. S., Fávero, L. P. L., & Carvalho, L. N. G. (2016) a. Comparabilidade x uniformidade dos relatórios financeiros: uma análise empírica durante o período de transição regulatória da contabilidade brasileira ao padrão internacional. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 262-282. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2016090302>
- Ribeiro, A. M., Carmo, C. H. S., Fávero, L. P. L., & Carvalho, L. N. G. (2016) b. Poder discricionário do gestor e comparabilidade dos relatórios financeiros: uma análise do processo de transição regulatória da contabilidade brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 12-28. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601900>
- Saidu, S. (2019). CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 9(1), 29.
- Sani, A. U. A., Abdul Latif, R., & Al-Dhamari, R. A. (2020). CEO discretion, political connection and real earnings management in Nigeria. *Management Research Review*, 43(8), 909-929. <https://doi.org/10.1108/MRR-12-2018-0460>
- Sarquis, R. W. (2019). *Diferenças nas práticas contábeis na era IFRS: implicações para a comparabilidade das informações financeiras em ambientes diferentes* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Schwarz, L. A. D., & Dalmácio, F. Z. (2021). The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil. *Finance Research Letters*, 40, 101676. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101676>
- Seifzadeh, M., Salehi, M., Khanmohammadi, M., & Abedini, B. (2022). The relationship between management attributes and accounting comparability. *Journal of Facilities Management*, 20(1), 1-18. <https://doi.org/10.1108/JFM-08-2020-0058>
- Sharpe W. 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shen, C. H., & Huang, Y. L. (2013). Effects of earnings management on bank cost of debt. *Accounting & Finance*, 53(1), 265-300. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00455.x>
- Shen, Y., Wallace, D., Reddy, K., & Ramiah, V. (2022). An investigation of CEO characteristics on firm performance. *Accounting & Finance*, 62(3), 3563-3607. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00455.x>
- Silva, A., & da Cunha, P. R. (2019). Influência das características do conselho de administração na assimetria informacional de empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(39), 24-43.
- Silva, M. F (2023). A relação entre a sofisticação financeira do CEO e a eficiência dos investimentos corporativos.
- Simmons, J. K. (1967). A concept of comparability in financial reporting. *The accounting review*, 42(4), 680-692.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The quarterly journal of economics*, 99-118.
- Singh, K., Singh, A., & Prakash, P. (2022). Estimating the cost of equity for the regulated energy and infrastructure sectors in India. *Utilities Policy*, 74, 101327. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2021.101327>

- Sohn, B. C. (2016). The effect of accounting comparability on the accrual-based and real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 513-539. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.003>
- Sousa, A. M., Meurer, R. M., Feltes, T., & Ribeiro, A. M. (2022a). Influência dos ciclos econômicos na comparabilidade e consistência da informação contábil: evidências em empresas abertas do mercado brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 33(2), 26-56. <https://doi.org/10.22561/cvr.v33i2.6449>
- Sousa, A. M., Ribeiro, A. M., Vicente, E. F. R., & do Carmo, C. H. S. (2020). Suavização de resultados e comparabilidade dos relatórios financeiros: evidências em empresas abertas do mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14, 164488. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.164488>
- Sousa, A. M., Sousa, R. C. S., & Colauto, R. D. (2022b). Tempo de mandato e idade do CEO na comparabilidade das demonstrações contábeis. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 19(51), 105-122. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e82153>
- Souza, F. Ê. A. D., & Lemes, S. (2016). A comparabilidade das escolhas contábeis na mensuração subsequente de ativos imobilizados, de ativos intangíveis e de propriedades para investimento em empresas da América do Sul. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 169-184. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501480>
- Souza, F. Ê. A. D., Botinha, R. A., Silva, P. R., & Lemes, S. (2015). A comparabilidade das escolhas contábeis na avaliação posterior de propriedades para investimento: uma análise das companhias abertas brasileiras e portuguesas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 154-166. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201500580>
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120-142. <https://doi.org/10.4270/ruc.2017321>
- Strobl, G. (2013). Earnings manipulation and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 51(2), 449-473. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12008>
- Su, R., Yang, Z., & Dutta, A. (2018). Accounting information comparability and debt capital cost empirical evidence from Chinese listed companies. *Asian Economic and Financial Review*, 8(1), 90-102.
- Sun, R., & Zou, G. (2021). Political connection, CEO gender, and firm performance. *Journal of corporate finance*, 71, 101918. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101918>
- Tao, Q., Sun, Y., Zhu, Y., & Yang, X. (2017). Political connections and government subsidies: Evidence from financially distressed firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(8), 1854-1868. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1332592>
- Taplin, R. H. (2004). A unified approach to the measurement of international accounting harmony. *Accounting and Business Research*, 34(1), 57-73. <https://doi.org/10.1080/00014788.2004.9729951>
- Taplin, R. H. (2010). Statistical inference using the T index to quantify the level of comparability between accounts. *Accounting and Business Research*, 40(1), 75-103. <https://doi.org/10.1080/00014788.2010.9663385>
- Tee, C. M. (2018). Political connections, institutional monitoring and the cost of debt: Evidence from Malaysian firms. *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 210-229. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2017-0143>
- Tee, C. M. (2019). Political connections, the cost of debt and board attributes: evidence from Malaysia. *Managerial Finance*, 45(7), 842-855. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2018-0179>
- Teodósio, J., Vieira, E., & Madaleno, M. (2021). Gender diversity and corporate risk-taking: A literature review. *Managerial Finance*, 47(7), 1038-1073. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2019-0555>

- Trueblood, R. M. (1966). Accounting principles: The board and its problems. *Journal of Accounting Research*, 183-191. <https://doi.org/10.2307/2490181>
- Tuggle, C. S., Sirmon, D. G., Reutzel, C. R., & Bierman, L. (2010). Commanding board of director attention: investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic management journal*, 31(9), 946-968. <https://doi.org/10.1002/smj.847>
- Vandegrift, D., & Brown, P. (2005). Gender differences in the use of high-variance strategies in tournament competition. *The Journal of Socio-Economics*, 34(6), 834-849. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2005.07.028>
- Villalba-Ríos, P., Barroso-Castro, C., & Vecino-Gravel, J. D. (2022). The influence of CEO profile on corporate social responsibility companies. A qualitative comparative analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(2), 356-366. <https://doi.org/10.1002/csr.2205>
- Wahab, E. A. A., Jamaludin, M. F., Agustia, D., & Harymawan, I. (2020). Director networks, political connections, and earnings quality in Malaysia. *Management and Organization Review*, 16(3), 687-724. <https://doi.org/10.1017/mor.2020.26>
- Wang, H., Waldman, D. A., & Zhang, H. (2012). Strategic leadership across cultures: Current findings and future research directions. *Journal of world business*, 47(4), 571-580. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2012.01.010>
- Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative science quarterly*, 45(2), 366-398. <https://doi.org/10.2307/2667075>
- Wong, W. Y., & Hooy, C. W. (2018). Do types of political connection affect firm performance differently?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 297-317. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.08.009>
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.
- Ye, Z., Shahab, Y., Riaz, Y., & Ntim, C. G. (2023). Strategic deviation and the cost of debt financing. *Economic Modelling*, 125, 106371. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106371>
- Yip, R. W., & Young, D. (2012). Does mandatory IFRS adoption improve information comparability?. *The Accounting Review*, 87(5), 1767-1789. <https://doi.org/10.2308/accr-50192>
- Zafari, S., Foroughi, D., & Kiani, G. (2019). The Impact of Accounting Comparability and Consistency on Information Asymmetry: A Text Mining Approach. *Management Accounting*, 12(41), 133-150.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs. *Academy of Management Journal*, 39(1), 64-90. <https://doi.org/10.5465/256631>
- Zeff, S. A. (2007). Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality. *The British accounting review*, 39(4), 290-302. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.08.001>
- Zhu, D. H., & Chen, G. (2015). CEO narcissism and the impact of prior board experience on corporate strategy. *Administrative Science Quarterly*, 60(1), 31-65. <https://doi.org/10.1177/0001839214554989>
- Zhu, Q., Hu, S., & Shen, W. (2020). Why do some insider CEOs make more strategic changes than others? The impact of prior board experience on new CEO insiderness. *Strategic Management Journal*, 41(10), 1933-1951. <https://doi.org/10.1002/smj.3183>

APÊNDICE A – PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO COM O CUSTO DE CAPITAL DEFASADO

Tabela 20

Modelos multivariados do papel moderador das experiências profissionais do CEO com o custo de capital defasado

Variáveis	Modelo 16	Modelo 17	Modelo 18	Modelo 19	Modelo 20	Modelo 21
	Experiência na área Financeira		Experiência no Governo		Experiência como Conselheiro	
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros
	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)
CCP _{t-1}	0,4104*** (0,0469)		0,3998*** (0,0446)		0,3961*** (0,0440)	
CCT _{t-1}		0,5172*** (0,0885)		0,5041*** (0,0867)		0,5069*** (0,0858)
COMP	-0,0301 (0,0203)	-0,0301 (0,0273)	-0,0159 (0,0198)	-0,0406* (0,0237)	-0,0145 (0,0189)	-0,0514** (0,0252)
COMP*EFIN1	-0,0045* (0,0025)	0,0031 (0,0046)				
COMP*EFIN2	-0,0039 (0,0036)	-0,0130* (0,0066)				
COMP*EFIN3	0,0028** (0,0014)	-0,0006 (0,0018)				
COMP*EGOV1			-0,0205*** (0,0034)	0,0236*** (0,0079)		
COMP*EGOV2			-0,0489 (0,0356)	-0,1107*** (0,0300)		
COMP*EGOV3			-0,0107*** (0,0034)	0,0131 (0,0154)		
COMP*ECON1					0,0068** (0,0031)	-0,0065 (0,0054)
COMP*ECON2					-0,0047* (0,0025)	0,0073 (0,0045)
COMP*ECON3					-0,0055 (0,0037)	-0,0050 (0,0048)
COMP*ECON4					0,0039 (0,0042)	0,0062 (0,0050)
COMP*ECON5					-0,0004 (0,0021)	-0,0002 (0,0044)
ROA	0,0079 (0,0160)	-0,0601*** (0,0228)	0,0094 (0,0156)	-0,0566** (0,0225)	0,0101 (0,0158)	-0,0519** (0,0222)
MB	-0,2949** (0,1379)	0,0232 (0,1070)	-0,2927** (0,1414)	0,0193 (0,1093)	-0,3112** (0,1421)	-0,0015 (0,1126)
END	0,0072 (0,0073)	-0,0128* (0,0072)	0,0071 (0,0070)	-0,0118* (0,0069)	0,0052 (0,0073)	-0,0102 (0,0068)
TAM	0,4807*** (0,1363)	-0,1882* (0,1065)	0,4471*** (0,1362)	-0,2093* (0,1065)	0,4211*** (0,1338)	-0,2195*** (0,1095)
Constante	-6,5908** (3,1688)	8,9397*** (2,9960)	-5,1806 (3,1888)	8,8426*** (2,9127)	-4,8289 (3,1601)	8,9177*** (2,9435)
Controle de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,8226		0,8223		0,8267	
R ² (Between)	0,6158		0,6284		0,6276	
R ² (Overall)	0,7916	0,5239	0,7931	0,5291	0,7942	0,5337
Teste Wald/F	6.586,14***	17,61***	6.702,61***	66,99***	10.394,71***	19,57***

Observações	665	665	665	665	665	665
L.M. Breusch-Pagan	117,07***	0,00	106,76***	0,00	112,76***	0,00
VIF	3,09	3,01	3,01	2,91	4,95	4,86
Breusch-Pagan	57,95***	253,43***	58,25***	254,55***	63,13***	229,97***
Wooldridge	361,99***	52,40***	391,38***	51,44***	408,25***	50,86***

Nota: CCP_{t-1} (custo de capital próprio defasado em um período); CCT_{t-1} (custo de capital de terceiros defasado em um período); COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); EFIN1 (tempo de experiência ligada a instituições financeiras, exceto conselheiro de administração); EFIN2 (tempo de experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*); EFIN3 (tempo de experiência como vice-presidente de finanças ou CFO); EGOV1 (tempo como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais); EGOV2 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal); EGOV3 (tempo como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais); ECON1 (tempo de atuação prévia como presidente do conselho de administração); ECON2 (tempo de atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO); ECON3 (tempo de atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); ECON4 (tempo de atuação como conselheiro independente); e ECON5 (tempo de atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

APÊNDICE B – PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS DO CEO EM DUMMY

Tabela 21

Modelos multivariados do papel moderador das experiências profissionais do CEO em forma de dummy

Variáveis	Modelo 22	Modelo 23	Modelo 24	Modelo 25	Modelo 26	Modelo 27
	Experiência na área Financeira		Experiência no Governo		Experiência como Conselheiro	
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros
	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)
COMP	-0,0286 (0,0247)	-0,0293 (0,0358)	-0,0237 (0,0265)	-0,0454 (0,0343)	-0,0212 (0,0260)	-0,0593 (0,0392)
COMP*EFIN1_Dummy	-0,0702** (0,0299)	0,0043 (0,0440)				
COMP*EFIN2_Dummy	-0,0130 (0,0347)	-0,1941*** (0,0521)				
COMP*EFIN3_Dummy	0,0245 (0,0222)	-0,0230 (0,0241)				
COMP*EGOV1_Dummy			-0,0633*** (0,0158)	0,0539** (0,0262)		
COMP*EGOV2_Dummy			0,1801 (0,4858)	-0,1329 (0,3128)		
COMP*EGOV3_Dummy			-0,0333 (0,1556)	0,3322* (0,1919)		
COMP*ECON1_Dummy					0,0366 (0,0253)	0,0339 (0,0371)
COMP*ECON2_Dummy					-0,0045 (0,0297)	0,0123 (0,0574)
COMP*ECON3_Dummy					0,0068 (0,0544)	0,0611* (0,0350)
COMP*ECON4_Dummy					-0,0739 (0,0669)	-0,0538 (0,0348)
COMP*ECON5_Dummy					-0,0032 (0,0321)	-0,0013 (0,0504)
ROA	0,0245 (0,0182)	-0,0296 (0,0267)	0,0252 (0,0180)	-0,0295 (0,0266)	0,0217 (0,0187)	-0,0321 (0,0288)
MB	-0,3568* (0,2079)	-0,0083 (0,1267)	-0,3778* (0,2123)	-0,0448 (0,1284)	-0,3795* (0,1999)	-0,0288 (0,1289)
END	0,0125 (0,0096)	-0,0183* (0,0106)	0,0114 (0,0102)	-0,0184* (0,0109)	0,0120 (0,0097)	-0,0173 (0,0123)
TAM	0,5290*** (0,1673)	-0,3569*** (0,1746)	0,4872*** (0,1694)	-0,3861** (0,1661)	0,5036*** (0,1722)	-0,3763*** (0,1687)
Constante	-5,6051 (3,9757)	18,0121*** (4,4153)	-4,4612 (4,0789)	18,0753*** (4,4314)	-5,0135 (4,1518)	17,3734*** (4,4549)
Controle de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,7714	0,1976	0,7743	0,1867	0,7783	0,1897
R ² (Between)	0,4436	0,3663	0,4596	0,371	0,4510	0,3413

R ² (Overall)	0,6822	0,2789	0,6862	0,2792	0,6852	0,2635
Teste Wald	2.545,12***	220,56***	2.755,20***	204,02***	2.495,47***	203,81***
Observações	665	665	665	665	665	665
L.M. Breusch-Pagan	310,33***	332,81***	274,89***	303,85***	282,06***	323,50***
VIF	2,99	2,99	2,97	2,97	4,03	4,03
Breusch-Pagan	142,85***	27,86***	145,70***	56,91***	149,52***	43,56***
Wooldridge	239,70***	29,64***	264,93***	28,20***	258,31***	32,21***

Nota: COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); EFIN1_Dummy (CEO com experiência em instituições financeiras, exceto conselheiro de administração); EFIN2_Dummy (CEO com experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*); EFIN3_Dummy (CEO com experiência como vice-presidente de finanças ou CFO); EGOV1_Dummy (CEO com experiência como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais); EGOV2_Dummy (CEO com experiência como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal); EGOV3_Dummy (CEO com experiência como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais); ECON1_Dummy (CEO com atuação prévia como presidente do conselho de administração); ECON2_Dummy (CEO com atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO); ECON3_Dummy (CEO com atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); ECON4_Dummy (CEO com atuação como conselheiro independente); e ECON5_Dummy (CEO com atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).

APÊNDICE C – PAPEL MODERADOR DAS EXPERIÊNCIAS PROFISSIONAIS EM U INVERTIDO

Tabela 22

Modelos multivariados em U invertido do papel moderador das experiências profissionais do CEO

Variáveis	Modelo 28	Modelo 29	Modelo 30	Modelo 31	Modelo 32	Modelo 33
	Experiência na área Financeira		Experiência no Governo		Experiência como Conselheiro	
	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros
	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)	Coef. (Erro-padrão robusto)
COMP	-0,0303 (0,0247)	-0,0418 (0,0332)	-0,0295 (0,0248)	-0,0415 (0,0328)	-0,0294 (0,0242)	-0,0438 (0,0325)
COMP*EFIN1^2	-0,0027 (0,0022)	-0,0011 (0,0018)				
COMP*EFIN2^2	-0,0030* (0,0016)	-0,0043 (0,0028)				
COMP*EFIN3^2	0,0005 (0,0013)	-0,0007 (0,0008)				
COMP*EGOV1^2			0,0053 (0,0047)	-0,0003 (0,0050)		
COMP*EGOV2^2			0,0003 (0,0014)	-0,0073*** (0,0016)		
COMP*EGOV3^2			-0,0009 (0,0008)	0,0057** (0,0028)		
COMP*ECON1^2					0,0019 (0,0018)	0,0009 (0,0022)
COMP*ECON2^2					0,0002 (0,0013)	0,0021** (0,0010)
COMP*ECON3^2					-0,0004 (0,0009)	0,0002 (0,0009)
COMP*ECON4^2					-0,0015 (0,0016)	0,0012 (0,0018)
COMP*ECON5^2					-0,0009 (0,0015)	-0,0009 (0,0013)
ROA	0,0251 (0,0178)	-0,0298 (0,0266)	0,0261 (0,0180)	-0,0277 (0,0267)	0,0250 (0,0180)	-0,0235 (0,0275)
MB	-0,3633* (0,2103)	-0,0172 (0,1244)	-0,3747* (0,2100)	-0,0321 (0,1239)	-0,3838* (0,2114)	-0,0229 (0,1240)
END	0,0120 (0,0104)	-0,0189* (0,0111)	0,0120 (0,0105)	-0,0201* (0,0110)	0,0097 (0,0100)	-0,0164 (0,0103)
TAM	0,4942*** (0,1682)	-0,3618** (0,1705)	0,4868*** (0,1696)	-0,4020** (0,1678)	0,4725*** (0,1694)	-0,4241** (0,1717)
Constante	-5,0101 (4,0322)	17,7712*** (4,5070)	-4,7890 (4,0576)	18,7497*** (4,4611)	-4,2796 (4,0474)	18,8140*** (4,5119)
Controle de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,7748	0,1919	0,7740	0,1963	0,7764	0,1983
R ² (Between)	0,4512	0,3218	0,4487	0,3326	0,4449	0,3409
R ² (Overall)	0,6829	0,2525	0,6818	0,262	0,6814	0,2686

Teste Wald	2.205,28***	192,97***	2.210,43***	3.542,98***	2.484,86***	217,90***
Observações	665	665	665	665	665	665
L.M. Breusch-Pagan	297,50***	369,51***	292,18***	377,83***	286,87***	371,31***
VIF	2,91	2,91	2,89	2,89***	3,17	3,17
Breusch-Pagan	145,81***	44,26***	143,03***	41,32***	136,70***	45,01***
Wooldridge	271,36***	28,68***	294,36***	28,02***	289,21***	28,61***

Nota: COMP (comparabilidade das demonstrações contábeis); EFIN1_Dummy (CEO com experiência em instituições financeiras, exceto conselheiro de administração); EFIN2_Dummy (CEO com experiência como auditor, contador, tesoureiro ou *controller*); EFIN3_Dummy (CEO com experiência como vice-presidente de finanças ou CFO); EGOV1_Dummy (CEO com experiência como membro da alta cúpula de ministérios do governo federal ou secretarias estaduais); EGOV2_Dummy (CEO com experiência como membro, pelo menos, da diretoria executiva de empresa pública estadual ou federal); EGOV3_Dummy (CEO com experiência como membro, pelo menos, da diretoria executiva de autarquias estaduais ou federais); ECON1_Dummy (CEO com atuação prévia como presidente do conselho de administração); ECON2_Dummy (CEO com atuação prévia como conselheiro na mesma empresa em que exerce a função de CEO); ECON3_Dummy (CEO com atuação prévia como conselheiro em companhia diferente da que exerce a função de CEO); ECON4_Dummy (CEO com atuação como conselheiro independente); e ECON5_Dummy (CEO com atuação prévia do CEO como conselheiro em companhia transnacional); ROA (rentabilidade sobre o ativo); MB (market to book); END (endividamento geral); TAM (tamanho); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; e *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaboração própria (2023).