UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

CAMILA ARAÚJO MACHADO

As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e para os investidores?

ORIENTADOR: PROF. DR. SILVIO HIROSHI NAKAO

Ribeirão Preto
2017

Prof. Dr. Marco Antônio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo (USP)

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP)

Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento do Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade da Universidade de São Paulo (RCC/FEA-RP/USP)

Profa. Dra. Máisa de Souza Ribeiro
Coordenadora Geral do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade da Universidade de São Paulo (PGCC/FEA-RP)

CAMILA ARAÚJO MACHADO

As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e para os investidores?

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor em Ciências.

ORIENTADOR: PROF. DR. SILVIO HIROSHI
NAKAO

Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP / USP

Ribeirão Preto
2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

MACHADO, Camila Araújo.

As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e investidores?
/ Camila Araújo Machado – Ribeirão Preto, 2017.
158 fls.

Tese (doutorado) – Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2017. Orientador: Dr. Silvio Hiroshi Nakao.

1. Relevância da informação contábil 2. Credores 3. Investidores I. Nakao, Silvio Hiroshi II. Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade da Universidade de São Paulo. III. Título: As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e investidores?

Nome: MACHADO, Camila Araújo

Título: As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e para os investidores?

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor em Ciências.

Aprovado em 4 de outubro de 2017.

Banca Examinadora

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia

Universidade de São Paulo
(Membro Examinador Interno)

Prof. Dra. Edilene Santana Santos

Fundação Getúlio Vargas
(Membro Examinador Externo)

Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida

Universidade Federal do Espírito Santo
(Membro Examinador Externo)

Prof. Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo

Universidade Federal do Rio de Janeiro
(Membro Examinador Externo)

Prof. Dr. Luiz Felipe Pontes Girão

Universidade Federal da Paraíba
(Membro Examinador Externo)

Aos meus pais, Sydney Francisco e Maria de Fátima.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Dr. Silvio Hiroshi Nakao, pela sugestão do tema abordado nesta tese, pelos ensinamentos e pela orientação, pela paciência, pela confiança e pelo apoio.

Aos professores Dr. Fernando Dal Ri Murcia e José Elias Feres de Almeida, pelas contribuições dadas ao estudo durante a qualificação.

À professora e coordenadora geral do programa, Dra. Maísa de Sousa Ribeiro, exemplo de profissional, pela confiança e pelo incentivo.

Aos professores doutores Alexandre Assaf Neto, André Carlos Bussanelli de Aquino, Éric Aversari Martins, Vinícius Aversari Martins, Eliseu Martins, Fabiano Guasti Lima, Amaury José Rezende, Adriana Maria Procópio de Araújo e Maurício Ribeiro do Valle, pelos conhecimentos compartilhados ao longo das disciplinas do doutorado.

À equipe da Secretaria da Pós-Graduação e da Secretaria de Graduação do Curso de Ciências Contábeis: Érica, Matheus, Silvio e Thiago, Rose, Lucila e Vanessa, por sempre me atenderem com prontidão e gentileza.

À USP e à FEA-RP, por me proporcionarem a vivência de ensino e pesquisa de qualidade, o que aumenta minha responsabilidade perante a carreira docente.

À UFG, por conceder afastamento para a realização das atividades do doutorado e da tese.

À FEA-RP/USP e à Fundace, por subsidiar parte das despesas para apresentação de artigo em congresso internacional.

Aos professores Céline Bilolo (*University of St.Gallen*), Christian Stadler (*Lancaster University*) e Jon Tucker (*University of West of England*), pelo debate que se seguiu à apresentação de artigo do tema correlato à tese no congresso promovido pelo *Financial Reporting and Business Communication Centre (University of Bristol)*.

Aos professores Dr. Otávio Ribeiro de Medeiros e Dr. Valcemiro Nossa, por contribuírem para minha formação profissional.

Aos colegas da FACE-UFG, que me incentivaram e apoiaram para realização do doutorado.

Às colegas da primeira turma Denise e Luana e em especial à Natália, pela amizade.

Aos amigos de Vitória/ES, os quais o tempo não afastou.

Aos meus irmãos pela torcida.

Aos meus pais, pelo amor e pelas virtudes, pela educação e pelos ensinamentos que me passam até hoje e pelo incentivo e apoio em meu crescimento pessoal e profissional.

À Deus, pela força e pelo discernimento.

“The important thing in science is not so much to obtain new facts as to discover new ways of thinking about them.”
(Sir William Henry Bragg, Physics Nobel Prize, 1915)

RESUMO

MACHADO, C. A. **As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e para os investidores?** 2017. 157 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

A relevância da informação contábil está na capacidade de uma informação fazer a diferença na tomada de decisão dos usuários da contabilidade, em razão da alteração de suas expectativas quanto ao desempenho das entidades. Os investidores e credores tomam suas decisões fundamentadas na contabilidade com um objetivo em comum: o provimento de capital. Nesse contexto, as decisões desses usuários são a negociação de ativos ou ações das empresas pelos investidores, refletida nos movimentos do preço das ações, e a concessão de crédito às empresas pelos credores, refletida no financiamento obtido pelas empresas tomadoras de crédito. Os mecanismos de proteção adotados por esses usuários (BURKART; GROMB; PANUZI AL, 1997; STRAHAN, 1999; BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000; NIKOLAEV, 2010; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010) e suas diferentes necessidades informacionais (HEALY; PAPELU, 2001; BALL; ROBIN; SADKA, 2008; PEEK; CUIJPERS; BUIJINK, 2010), assim como a função intrínseca dos modelos de VR (*value relevance*) e CR (*credit relevance*) trouxe a premissa de que as informações contábeis utilizadas por esses dois agentes econômicos são diferentes em suas decisões de provimento de capital. Os dados contábeis relevantes são em grande parte evidenciados para os investidores nos estudos de VR (DEVALLE; ONALLI; MAGARINI, 2010; CLARKSON *et al.*, 2011; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014; BARTH *et al.*, 2014; CLOULT; FALTA; WILLETT, 2016). No entanto, há poucas evidências a respeito da relevância contábil para os credores (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; FLOROU; KOSI, 2015), sendo que o mercado de crédito corresponde a uma fonte de recursos substancial para as empresas (BEIRUTH, 2015; BEIRUTH *et al.*, 2017). Os estudos de CR (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014) atestaram que as informações contábeis úteis para a estimativa do risco de crédito são relevantes para os credores e impactam a decisão dos analistas de agências de classificação de risco. Assim, a partir da premissa subjacente de que as informações contábeis para credores e investidores são diferentes, o objetivo geral da pesquisa foi verificar se as informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e para os investidores em suas decisões de provimento de capital. Os objetivos específicos foram identificar se as informações contábeis são menos relevantes para os credores por empréstimos na condição de maior risco informacional (menor *enforcement*) e se são mais relevantes nas situações de maior risco de crédito (maior alavancagem e baixa classificação dos *ratings* de crédito). A análise contemplou as empresas de 25 países no período de 2010 a 2015, com a aplicação do modelo de VR e do modelo proposto para o credor por empréstimo (VCR). Os resultados indicaram que todas as informações foram relevantes para os investidores, porém nem todas foram relevantes para os credores. Esta evidência significa que os modelos de decisão desses dois grupos de usuários são diferentes entre si. Na decisão do credor para o provimento de capital, as informações contábeis foram menos relevantes na condição de risco informacional, enquanto, nas condições de maior risco de crédito, essas informações foram mais relevantes.

Palavras-chave: Relevância da Informação Contábil, Investidores, Credores.

ABSTRACT

MACHADO, C.A. **Is the relevant accounting information different for creditors and for investors?** 2017 157 f. (Doctoral Dissertation) – School of Economics, Administration and Accounting at Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

The relevance of accounting information lies in the ability of information affecting the decision-making of accounting users, due to the change of their expectations for the performance of entities. Investors and creditors make their decisions based on accounting with one common goal: the provision of capital. In this context, decisions of these users are the trading of companies' assets or shares by investors, reflected in the stock price movements, and the granting of credit to the companies by creditors, reflected in the financing obtained by borrowers. Protection mechanisms adopted by these users (BURKART; GROMB; PANUZI AL, 1997; STRAHAN, 1999; BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000; NIKOLAEV, 2010; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010) and their differing informational requirements (HEALY; PAPELU, 2001; BALL; ROBIN; SADKA, 2008; PEEK; CUIJPERS; BUIJINK, 2010), as well as the intrinsic function of VR models (*value relevance*) and CR models (*credit relevance*) brought the premise that accounting information used by these two economic agents are different in their decisions of capital provision. The relevant accounting data are largely highlighted for investors in the studies of VR (DEVALLE; ONALLI; MAGARINI, 2010; CLARKSON *ET AL*, 2011; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014; BARTH *et al.*, 2014; CLOULT; WILLETT, 2016). However, there is little evidence regarding accounting relevance for creditors (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; FLOROU; KOSI, 2015), since the credit market corresponds to a source of substantial resources for businesses (BEIRUTH, 2015; BEIRUTH *et al.*, 2017). CR studies (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014) attested that useful accounting information for the estimation of credit risk are relevant for creditors and impact the decision of the analysts of credit rating agencies. So, from the underlying premise that accounting information to creditors and investors are different, the general objective of this research was to verify if relevant accounting information is different for creditors and investors in their provision of capital decisions. The specific objectives were to identify whether accounting information are less relevant for creditors by loans in higher-risk informational condition (lowest *enforcement*) and if they are more relevant in situations of higher credit risk (greater leverage and low ranking of credit *ratings*). The analysis included companies from 25 countries in the period from 2010 to 2015, with the application of the VR model and of the proposed model to the creditor by loan (VCR). The results indicated that all information were relevant for investors, although not all were relevant for creditors. This evidence means that the decision models for these two groups are different from each other. In the creditor's decision of credit granting, accounting information were less relevant under informational risk condition, while under higher credit risk this information were more relevant.

Key words: Relevance of Accounting Information, Investors, Creditors.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CR	<i>Credit Relevance</i>
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
EBIT	<i>Earnings before interest and taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IQR	<i>Interquartile Range</i>
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	<i>Return on Assets</i>
P&D	Pesquisa e desenvolvimento
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
US-GAAP	<i>US-Generally Accepted Accounting Principles</i>
VR	Relevância da informação contábil para os investidores ou <i>value relevance</i>
VRC	Relevância da informação contábil para os credores por empréstimos ou <i>value relevance to creditors</i>

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Valor total negociado em 2015 (% em relação ao PIB).....	10
Figura 2: Resumo dos resultados da pesquisa	98

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Número total de empresas analisadas por país para análise de cada modelo	57
Quadro 2: Variáveis dependentes adotadas nos modelos do credor e do investidor	62
Quadro 3: Sinais esperados das variáveis independentes (modelos VR e VRC)	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Elaboração da amostra do investidor e do credor para H_1	58
Tabela 2: Elaboração da amostra do credor para H_2 , H_3 e H_4	59
Tabela 3: Média e Mediana das variáveis dependentes por país.....	73
Tabela 4: Média e Mediana das variáveis de controle por país.....	74
Tabela 5: Estatística descritiva das variáveis da amostra do investidor.....	75
Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis da amostra do credor.....	76
Tabela 7: Estatística descritiva para o modelo de VRC com <i>proxy</i> de concessão de crédito ..	77
Tabela 8: Estatística descritiva do modelo de VRC (painel) com a <i>proxy</i> de concessão	78
Tabela 9: Matriz de correlação das variáveis dos modelos	79
Tabela 10: Resultados para as variáveis do modelo de VR.....	81
Tabela 11: Resultados para as variáveis contidas no modelo de VRC.....	84
Tabela 12: Resultados para as variáveis do modelo de VRC e o <i>enforcement</i>	90
Tabela 13: Resultados para as variáveis do modelo de VRC e a alavancagem.....	93
Tabela 14: Resultados para as variáveis do modelo de VRC e os <i>ratings</i>	95

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	3
1.1.	Contextualização	3
1.2.	Motivação para o tema.....	5
1.3.	Justificativa e diferencial do estudo.....	9
1.4.	Problema de Pesquisa	12
1.5.	Objetivos gerais e específicos.....	14
1.6.	Contribuições esperadas	14
1.7.	Estrutura da tese	16
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE.....	19
2.1.	Mecanismos de Proteção e Necessidades Informacionais.....	19
2.1.1.	Mecanismos de Proteção	19
2.1.2.	Necessidades Informacionais	21
2.2.	<i>Value relevance</i>	26
2.2.1.	Métricas para o <i>Value Relevance</i>	30
2.3.	<i>Credit Relevance</i>	33
2.3.1.	Métricas para o <i>Credit Relevance</i>	37
2.4.	Informações relevantes para os credores	41
2.4.1.	Previsão de falência	41
2.4.2.	<i>Covenants</i>	44
2.5.	Hipóteses da pesquisa.....	47
2.5.1.	A relevância contábil para investidores e credores	47
2.5.2.	O <i>enforcement</i> e a relevância contábil para os credores	49
2.5.3.	A alavancagem e a relevância contábil para os credores.....	51
2.5.4.	A classificação dos <i>ratings</i> e a relevância contábil para os credores	53
3	PROCEDER METODOLÓGICO	55
3.1.	Amostra e dados	55
3.2.	Variáveis.....	60
3.2.1.	Variáveis dependentes.....	60
3.2.2.	Variáveis independentes	63
3.2.3.	Variáveis de controle	65
3.2.4.	Resumo das variáveis utilizadas no modelo	67

3.3. Tratamento estatístico e Modelos econométricos adotados.....	68
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	72
4.1. Estatísticas descritivas	72
4.2. Informações contábeis relevantes para o investidor e para o credor	80
4.2.1. Informações contábeis contidas no modelo de VR	80
4.2.2. Informações contábeis contidas no modelo de VRC	83
4.3. A influência do <i>enforcement</i> na relevância contábil para o credor	88
4.4. A influência da alavancagem na relevância contábil para o credor	92
4.5. A influência da classificação dos <i>ratings</i> na relevância contábil para o credor..	94
4.6. Resumo dos Resultados.....	96
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	99
REFERÊNCIAS	107
APÊNDICES	120

1 INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

O objetivo da contabilidade é fornecer informações aos usuários. De acordo com a Estrutura Conceitual (IFRS, 2010), o objetivo dos relatórios financeiros é fornecer informações financeiras sobre a entidade relatora que sejam úteis para investidores existentes e potenciais, para credores e outros credores na tomada de decisões sobre o fornecimento de recursos à entidade. Nessa acepção, os investidores e credores podem ser considerados os principais usuários da contabilidade, os quais tomam suas decisões de provimento de capital com base em informações contábeis consideradas relevantes para esse fim.

A relevância da informação contábil é definida na Estrutura Conceitual como a capacidade de uma informação fazer a diferença na tomada de decisão dos usuários da contabilidade (IFRS, 2010) em razão da alteração de suas expectativas quanto ao desempenho das entidades. Uma informação contábil é considerada relevante se ela possui relação significativa com o preço das ações, associação refletida por meio da valorização da empresa (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Assim, as mudanças nos preços das ações das empresas, associadas às informações contábeis referentes ao seu nível de desempenho, indicam o *value relevance* (VR).

A informação contábil relevante para o credor e que gera alterações das expectativas deste é baseada no risco de crédito das empresas. Esse risco, que pode ser identificado pela informação contábil associada à previsão de risco de crédito e falência (BEAVER, 1966; ALTMAN, 1968; OHLSON, 1980), é apreciado na análise de risco e na contratação da dívida (FROST; BERNARD, 1989; COTTER, 1998; MATHER; PEIRSON, 2006; DEMERJIAN, 2011; CHEN; CHIN; WANG, 2015; BALL; LI; SHIVAKUMAR, 2015). Nesse contexto, o nível do risco de crédito de uma empresa pode determinar a decisão do credor em conceder empréstimos e financiamentos a esta. Portanto, a liberação de crédito a uma empresa e as mudanças no volume de empréstimos e financiamentos obtidos pelo mutuário, associados às informações contábeis referentes ao seu nível de risco de crédito, podem indicar a relevância da informação contábil para o credor (VRC).

As decisões de investidores e de credores para o provimento de capital são derivadas, respectivamente, do desempenho favorável das companhias e do seu menor risco de crédito.

Assim, nessas condições, as decisões resultantes são a compra de ativos ou a venda de ações das empresas pelos investidores, refletida nos movimentos dos preços das ações, e a concessão de crédito às empresas pelos credores, refletida no financiamento obtido pelas empresas tomadoras de crédito.

A medida comumente associada ao VR é o lucro, pois a divulgação dessa informação por uma companhia afeta a decisão do investidor de alocar seu capital nas ações dessa companhia. Portanto, o VR é identificado por meio da associação entre o lucro contábil e o preço da ação (BALL; BROWN, 1968; OHLSON, 1995).

A existência do VR foi observada antes do advento das normas contábeis do IASB (PATELL; WOLFSON, 1981; ALFORD *et al.*, 1993), por meio das quais o lucro foi identificado como variável relevante. As análises a respeito das diferenças entre os GAAPs locais e as IFRS, assim como as pesquisas realizadas após a adoção das IFRS pelos países da União Europeia (DEVALLE; ONALLI; MAGARINI, 2010; CLARKSON *et al.*, 2011; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014), identificaram o patrimônio e o lucro líquido como dados contábeis relevantes. Igualmente, os resultados dos efeitos após a adoção obrigatória das IFRS nos demais países (BARTH *et al.*, 2014; CLOULT; FALTA; WILLETT, 2016) reforçaram as evidências do VR dessas informações.

Uma das linhas de pesquisa a respeito da relevância da informação contábil para o credor, denominada na literatura como *credit relevance* (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2004; HANN; HEFFLIN; SUBRAMANYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010) destacam a rentabilidade do ativo, a cobertura de juros e a alavancagem como medidas que afetam a estimativa do risco de crédito e a perspectiva dos analistas de classificação de *ratings* quanto a esse risco, sendo esses dados capazes de fazer a diferença em suas decisões. O *credit relevance* (CR) considera somente um dos grupos de credores: os analistas de agências de crédito, embora *proxies* alternativas também tenham analisado os detentores de títulos de dívida (BHAT; CALLEN; SEGAL, 2014; BAIK *et al.*, 2015; GIVOLY; HAY; KATZ, 2016).

No conceito estabelecido para o CR, a decisão do analista está refletida na opinião deste quanto à classificação de risco de crédito das empresas. Com base nesse contexto, as informações contábeis relevantes para esses analistas também podem afetar a decisão de outro grupo de credores: o credor por empréstimos, decisão esta que se reflete na concessão de crédito. Assim, as evidências associadas ao CR podem se aplicar a esse grupo de credores (credores por empréstimos), em que a relevância contábil para esse credor (VCR) pode ser identificada por meio da associação entre as medidas contábeis (entre elas, as contidas no modelo CR) e o financiamento obtido pelo mutuário.

As análises do CR após a adoção das normas IFRS confirmaram que os dados contábeis considerados neste modelo (rentabilidade do ativo, alavancagem e cobertura de juros) são relevantes na estimativa do risco de crédito (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2004; HANN; HEFFLIN; SUBRAMANYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014; LIMA, 2015). A volatilidade e a persistência do lucro, quando analisadas junto a essas variáveis contábeis em função dos efeitos das mensurações a valor justo nos resultados (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2007; LIMA, 2015), apoiaram a evidência de que as informações contábeis sob as normas IFRS impactaram na percepção do credor quanto ao risco de crédito.

1.2. Motivação para o tema

Os investidores e os credores têm como objetivos em comum: o provimento de capital e o retorno desse recurso, assim como a definição de seu risco. Essas decisões dependem da avaliação desses usuários quanto às futuras entradas líquidas de caixa, avaliação esta que é realizada a partir de informações que podem ajudá-los a estimar o retorno do recurso financeiro fornecido por meio do investimento em ações e do fornecimento de empréstimos. A Estrutura Conceitual (IFRS, 2010) confirma a finalidade do provimento de capital por esses usuários e a demanda potencial pela informação contábil nas decisões desses agentes econômicos.

Uma das formas de garantir o retorno dos recursos fornecidos é a adoção de mecanismos de proteção. Esses mecanismos têm também como objetivos minimizar a assimetria informacional, reduzir o conflito de interesses e evitar a expropriação de seus recursos providos. Entretanto, as formas dos mecanismos de proteção adotadas por credores e investidores para esse fim são diferentes, uma vez que os primeiros adotam os contratos de dívida (STRAHAN, 1999; NIKOLAEV, 2010; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010), e, os segundos, os mecanismos de controle (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000; BURKART; GROMB; PANUZZI, 1997).

Como os mecanismos de proteção estão associados à avaliação feita por credores e investidores, respectivamente, para o risco de crédito e o valor da empresa, na realização dessa avaliação esses usuários utilizam as informações contábeis em seus processos de mecanismos de proteção (HEALY; PAPELU, 2001; BALL; BUSHMAN; VASVARI, 2008; BALL; ROBIN; SADKA, 2008). Contudo, apesar de investidores e credores utilizarem a

contabilidade para esse fim (NENOVA, 2003; DOU, 2012), suas necessidades informacionais são distintas (CASCINO *et al.*, 2013; 2014; FLOROU; KOSI, 2015), o que gera a possibilidade de que as informações demandadas por esses agentes econômicos para suas decisões de provimento de capital sejam diferentes.

Os investidores, de maneira geral, estão interessados em receber o retorno do capital fornecido à empresa por meio da distribuição de dividendos, proventos ou da valorização no preço das ações. Para obtenção dessas informações, Barker (1999) cita que os índices do preço sobre o lucro e os modelos de fluxo de caixa descontado são os mais usados por esse usuário. A utilização de modelos de avaliação na tomada de decisão pelos investidores demanda informações do resultado, do balanço e também de notas explicativas (MARTON, 1998). Assim, investidores utilizam essas informações para fundamentar suas decisões de alocação de capital.

Os credores têm interesse em obter o retorno do recurso fornecido à companhia por meio do valor dos pagamentos do principal e dos juros. Esses dependem de informações contábeis para avaliar as dificuldades financeiras das empresas e acompanhar o desempenho do mutuário diretamente na contratação, ou indiretamente, por meio de agências de classificação de risco (CASCINO *et al.*, 2013; 2014). Usadas na estimativa de risco de crédito (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014; LIMA, 2015) e nas *covenants* contábeis (LEFTWICH, 1983; DEMIROGLU; JAMES, 2010; BRADLEY; ROBERTS, 2015), as informações contábeis são úteis por serem verificáveis *ex post*. Desse modo, os credores utilizam a informação contábil para estimar o risco de crédito e monitorar o tomador de crédito, fatores que orientam suas decisões de concessão de empréstimos e financiamentos.

Apesar de a informação do desempenho favorável da empresa ser uma informação útil para o investidor e o credor decidirem pelo provimento de capital, as informações contábeis demandadas podem ser diferenciadas entre esses usuários em virtude dos ajustes feitos pelo credor na contratação da dívida ou ao longo desse processo. O credor realiza ajustes por meio da eliminação de medidas não caixa e de itens transitórios, como os *covenants* do patrimônio líquido, ajustados com a eliminação dos ativos intangíveis (FRANKEL; SEETHAMRAJU; ZACH, 2008), e o lucro líquido, ajustados para medidas do EBIT ou EBITDA (LI, 2011).

Os ajustes feitos pelos credores (BRITO, 2010; DEMERJIAN, 2011) indicam que a informação contábil relevante para esse agente econômico pode ser diferente dos demais usuários contábeis, pois tais ajustes são caracterizados por serem conservadores (BEATTY;

WEBER; WU, 2008; CASCINO *et al.*, 2013; 2014). Eles ocorrem em razão de o efeito das normas contábeis apresentarem valores de ativos avaliados a valor justo, distantes do custo histórico (SKINNER, 2011), da contabilização de ganhos não realizados (BALL; ROBIN; SADKA, 2008) e da existência de itens transitórios (LI, 2011). Entretanto, embora os ajustes sejam conservadores, Skinner (2011) cita que essa característica não necessariamente reduz a relevância da informação contábil, visto que o conservadorismo pode aumentar a utilidade das demonstrações contábeis.

A forma como as informações contábeis são obtidas pelos investidores e credores também são diferentes. O investidor individual, cuja aplicação do capital é intermediada por corretoras, utiliza as informações contidas nos demonstrativos contábeis, nas notas explicativas e nos relatórios anuais. O investidor institucional realiza suas decisões de alocação também por meio dessas informações e por meio do contato com as empresas (BARKER, 1998; GASSEN; SCHWEDLER, 2010). Entretanto, apesar da possibilidade de obtenção de informações privadas pelo investidor institucional, o credor possui maior facilidade em conseguir informações diretamente com empresas em virtude da relação exclusiva com o mutuário e da renegociação dos contratos de dívida (BALL; BUSHMAN; VASVARI, 2008; DEMIROGLU; JAMES, 2010; FLOROU; KOSI, 2015; CHEN; CHIN; WANG, 2015; HONG; HUNG; ZHANG, 2016).

O credor muitas vezes é acionado pelo mutuário e, quando isso ocorre, ele pode receber informações privilegiadas para a decisão de concessão. Quando isso não ocorre, o credor pode oferecer o crédito para a empresa em virtude de conhecer *a priori* as condições financeiras de desempenho ou de adimplemento dela. A diferença para o investidor institucional é que, nesse caso, este aciona diretamente a empresa para obter a informação, a qual pode ou não obter. Entretanto, o investidor individual pode encontrar dificuldade para isso, pois não detém informações privadas nem possui facilidade de obter informações diretamente com a empresa. Ele é motivado a realizar investimentos quando realiza o acompanhamento anterior de informações acerca do desempenho da empresa ou quando as recebe por meio das corretoras ou instituições contratadas para gerenciar seu capital, as quais já acompanham o desempenho da empresa por meio das informações publicamente disponíveis.

A maneira pela qual as informações contábeis são obtidas por esses usuários contábeis e as evidências de ajustes feitos pelos credores na adoção das IFRS reforçam o argumento de que informações contábeis demandadas pelo investidor e pelo credor, para

decisões de provimento de capital, são diferentes. Esses argumentos, portanto, motivam a investigação dessa pesquisa em identificar as informações contábeis relevantes para o investidor e para o credor em suas decisões, respectivamente, de negociação de ações e de concessão de empréstimos.

Os investidores podem preferir as informações associadas ao valor justo por serem mais úteis em suas decisões. Por exemplo, ativos e passivos de pensão, ativos intangíveis não financeiros, ativos tangíveis de longo prazo, derivativos etc. (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001), ao serem mensurados a valor justo por uma empresa, refletem para o investidor os valores implícitos dos ativos negociados no mercado ou valores econômicos subjacentes desses elementos contábeis. Desse modo, esses usuários percebem as estimativas de valor justo para os valores desses dados contábeis como mais relevantes do que os valores a custo histórico (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Além disso, os investidores têm preferência por informações referentes aos ganhos econômicos oportunos (PEEK; CUIJPERS; BUIJINK, 2010), pois contribuem para o aumento de liquidez das ações (DASKE *et al.*, 2008), para avaliação de ações da empresa (PEEK; CUIJPERS; BUIJINK, 2010) e para a maior distribuição de dividendos (CHEN; GAVIOUS, 2016), independentemente do pressuposto de continuidade da empresa.

Os credores têm preferência por medidas do custo histórico de ativos e pelo reconhecimento assimétrico das perdas (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; PEEK; CUIJPERS; BUIJINK, 2010). O reconhecimento das perdas pode estar associado à mensuração a valor justo, como o *impairment* dos ativos e o reconhecimento de passivos para pensão (FLOROU; KOSI, 2015). Contudo, a utilidade do valor justo difere para investidores, pois estes têm preferência pelo reconhecimento dos ganhos, enquanto os credores, pelo reconhecimento das perdas. Pode-se, desse modo, inferir que os credores têm preferência pelas medidas do custo histórico e também do valor justo. Contudo, as últimas são voltadas para os atributos do conservadorismo, o que difere das propriedades da informação contábil a valor justo para o investidor.

As empresas que apresentam os ativos mensurados a custo histórico (como as propriedades de investimentos) e realizam o reconhecimento oportuno das perdas, tornam as informações contábeis úteis para os credores tanto para fins colaterais (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010) como para a avaliação da capacidade da empresa para atender a dívida futura (BALL; LI; SHIVAKUMAR, 2015). Assim, os dados contábeis dos ativos e do resultado, ao assumir menores valores, minimizam a expropriação de recursos (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; KHAN; WATTS, 2009; ARMSTRONG; GUAY;

WEBER, 2010) na situação de continuidade da empresa, e, garante o mínimo do capital a ser efetivamente recebido em caso liquidação desta (WATTS, 2003), dado que o valor contábil do patrimônio líquido é *proxy* para o valor da liquidação da empresa (GIVOLY; HAYN; KATZ, 2016).

As evidências apresentadas sugerem que os credores podem usar informações contábeis diferentes dos investidores para suas decisões de provimento de capital. Essas possíveis distinções ainda não foram evidenciadas empiricamente, pois as pesquisas não avaliaram se as variáveis do modelo investidor (VR) são relevantes para o credor. Hann, Hefflin e Subramanayan (2007) e Givoly, Hayn e Katz (2016) consideraram as variáveis que sinalizam o risco de crédito para o modelo do credor (modelo de *credit relevance* – CR) para analisar a relevância contábil para os analistas de crédito (analistas de *ratings*) e detentores de dívida (*debt holders*), enquanto as variáveis tradicionalmente utilizadas no modelo de VR foram usadas por esses autores para a análise da relevância contábil para os detentores de capital (*equity holders*). Suas constatações ficaram restritas aos modelos de decisão de cada um: Hann, Hefflin e Subramanayan (2007) observaram que as medidas do balanço nas mensurações pelo valor justo dos planos de pensão foram significativas nos modelos de CR e de VR e Givoly, Hayn e Katz (2016) identificaram o aumento do CR na análise temporal desses modelos ao longo de 39 anos. Portanto, não foram ainda pesquisadas as diferenças informacionais para credores e investidores em suas decisões de provimento de capital.

1.3. Justificativa e diferencial do estudo

Os recursos providos por investidores e por credores são determinados, entre outros fatores, por decisões tomadas a partir da análise de informações contábeis. De acordo com Beiruth (2015) e Beiruth *et al.* (2017), o mercado de crédito corresponde a uma fonte de recursos substancial para as empresas. O volume de recursos negociados derivados de empréstimos e financiamentos é maior do que o de ações negociadas, conforme observado na Figura 1, a partir de dados disponibilizados pelo Banco Mundial (2017) para 13 países entre os 25 considerados nesse estudo, referente ao ano de 2015.

Figura 1: Valor total negociado em 2015 (% em relação ao PIB)

IF: Instituições Financeiras

PIB: Produto Interno Bruto (valores em dólar)

Fonte: The World Bank Group©2017 (<http://data.worldbank.org/indicador?tab=all>) – adaptado

Apesar de os credores, assim como de os investidores, poderem ser impactados pelo “efeito manada”, no qual a demanda e a oferta de ações ou de crédito podem influenciar a decisão de provimento de capital desses agentes econômicos, a contabilidade é fonte de informação que fundamenta suas decisões. De acordo com Armstrong, Guay e Weber (2010), há o consenso em pesquisas mais recentes de que os mercados de dívida são acessados com mais frequência do que os mercados de ações, e os estudos de mercados de crédito estão sub-representados na literatura.

Os estudos a respeito da qualidade da informação contábil para os credores têm sido escassos. Holthausen e Watts (2001) já questionaram a generalidade dos achados da literatura de relevância contábil devido ao seu foco exclusivo em investidores de capital. Igualmente, não há trabalhos que observaram se as informações contábeis relevantes para os credores em seu modelo de decisão são as mesmas consideradas relevantes pelos investidores e vice-versa, diferencial apresentado nesta tese. Florou e Kosi (2015, pg. 1408) citam que credores possuem diferentes necessidades informacionais comparados aos investidores e os resultados dos estudos do IFRS no mercado de ações podem não ser generalizados para o mercado de crédito e dívida. Assim, a presente tese busca suprir essa lacuna de pesquisa por meio da análise da relevância contábil para os credores por empréstimos (VRC), trazendo evidências quanto às informações contábeis relevantes para credores e investidores e as diferenças de suas necessidades informacionais.

Os trabalhos em que adotaram análises empíricas baseadas nos atributos da qualidade contábil ainda não evidenciaram a relevância contábil para os credores por empréstimos (VRC), já que estes abrangeram a análise do efeito das normas IFRS nos contratos de dívida, ou analisaram a perspectiva dos detentores de títulos de dívida e de agências de *rating* de crédito. Desse modo, conclui-se que são escassas as evidências de estudos voltados para a VRC, motivo que justifica a presente pesquisa abrangendo esse usuário contábil.

Para evidenciar a VRC, a pesquisa propõe uma nova *proxy* para representar o modelo de decisão do credor por empréstimo. A *proxy* proposta nesta tese corresponde à variável que caracteriza a decisão desse tipo de credor: os empréstimos e financiamentos obtidos pelo mutuário (equivalente ao crédito concedido por bancos e instituições financeiras às empresas). Essa proposta constitui no diferencial da pesquisa.

Geralmente, em empréstimos e financiamentos, os bancos possuem habilidades superiores para o processamento da informação e acesso a informações privadas, contribuindo para tomada de decisão, maior eficácia no monitoramento do tomador de recurso e facilidade na renegociação com este (DIAMOND, 1991; RAJAN, 2002, BHARATH; SUNDER, 2008; BALL; BUSHMAN; VASVARI, 2008; DEMIROGLU; JAMES, 2010; CASCINO *et al.*, 2013; 2014; FLOROU; KOSI, 2015; CHEN; CHIN; WANG, 2015). Esses fatores apresentados caracterizam a menor assimetria informacional para esse grupo de credores e tornam possível identificar, por meio dos empréstimos e financiamentos obtidos pelos mutuários, quais as informações são relevantes para esses credores em suas decisões de provimento de capital.

Outros usuários contábeis caracterizados como credores, tais como os detentores de títulos de dívida, podem apresentar diferentes graus de assimetria informacional comparados aos credores por empréstimos. De acordo com Armstrong, Guay e Weber (2010), os bancos, assim como as agências de *rating*, geralmente têm acesso a informações privadas, enquanto os detentores de dívida normalmente não o têm. Além disso, os títulos de dívidas negociados no mercado de crédito muitas vezes são subscritos e estão sujeitos aos regulamentos da SEC e à requisitos de arquivamento, enquanto a dívida privada geralmente não é. Por isso, segundo Armstrong, Guay e Weber (2010), o acesso diferencial a informações privadas, bem como outras diferenças institucionais que existem nesses dois mercados (crédito bancário e títulos de dívida), provavelmente afetará o tipo de informação exigida no início do empréstimo e as características contratuais incluídas no contrato de dívida.

Assim, os fatos expostos justificam e reforçam a adoção dos créditos obtidos pelo tomador de recurso (financiamentos obtidos) como *proxy* para a decisão do credor por empréstimos com objetivo de identificar a VRC. Igualmente, em virtude de esses credores possuírem mais facilidade em obter dados privados, é possível avaliar se as informações contábeis utilizadas em suas decisões de provimento de capital evidenciam as diferenças informacionais entre os investidores e os credores.

1.4. Problema de Pesquisa

Embora a contabilidade seja fonte de informação comum para a tomada de decisão de credores e investidores, ambos podem usar informações contábeis diferentes para fins de provimento de capital. A adoção de diferentes mecanismos de proteção e a existência de distintas necessidades informacionais desses usuários pode ser atribuída à utilização de dados contábeis, respectivamente, para fins de avaliação e de contratação. Além disso, o modelo de relevância contábil para o investidor (VR) e o modelo apresentado na literatura para a relevância contábil de um dos grupos de credores (CR) estabelecem que a contabilidade é útil, respectivamente, para estimar o valor da empresa e o risco de crédito. Desse modo, as demandas por informações contábeis para essas finalidades sugerem que elas sejam diferentes para esses agentes econômicos.

Ainda, as evidências na literatura a respeito do impacto da adoção das normas IFRS para esses usuários indicaram que os investidores têm preferência por informações a valor justo e associadas ao reconhecimento tempestivo dos ganhos, enquanto os credores preferem informações referentes ao reconhecimento assimétrico das perdas. A partir desse contexto e considerando a facilidade do credor em obter informações privadas, a pesquisa questiona:

As informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e para os investidores?

A relevância contábil para o investidor (VR) está associada ao preço das ações de uma empresa, reflexo da decisão desse usuário acerca do desempenho desta. Assim, o investidor baseia suas decisões em informações contemporâneas. A relevância contábil para credor por empréstimo (VRC) está associada ao crédito obtido por uma empresa (empréstimos e financiamentos), reflexo da decisão do credor pela concessão de crédito com base nas informações contábeis associadas ao risco de crédito do mutuário. A decisão do credor quanto à concessão de empréstimos e financiamentos baseia-se na análise *ex ante* das informações contábeis. Ou seja, a análise das informações contábeis associadas ao risco de

crédito do mutuário no(s) período(s) anterior(es) gera a decisão de concessão de crédito no período corrente.

Os pressupostos anteriormente citados para o VR e o VRC são adotados para responder o questionamento dessa pesquisa e testar a hipótese geral de que, em condições gerais, as informações contábeis relevantes podem ser diferentes para os credores e para os investidores. A relevância contábil para o credor por empréstimo (VRC) permite, também, confirmar a utilização da contabilidade para este usuário não só para fins de contratação, como também para fins de avaliação das dificuldades financeiras e do risco de crédito, consoantes as menções de Cascino *et al.* (2013; 2014).

As evidências na literatura a respeito do impacto da adoção das normas IFRS para o investidor mostraram que as informações contábeis utilizadas por esse usuário, contidas no modelo de VR, permaneceram relevantes (DEVALLE; ONALLI; MAGARINI 2010; CLARKSON *et al.* 2011; BARTH *et al.*, 2014). Entretanto, as evidências referentes ao impacto da adoção das IFRS para os credores mostraram a redução do uso de informações contábeis nos contratos (BALL; LI; SHIVAKUMAR, 2015) e que esses usuários realizam ajustes nos dados contábeis em seu processo de contratação da dívida (LEFTWICH, 1983; DICHEV; SKINNER, 2002; FRANKEL; SEETHAMRAJU; ZACH, 2008; BEATTY; WEBER; YU, 2008; LI, 2011; DEMERJIAN, 2011; SKINNER, 2011; CASCINO *et al.*, 2013).

Contudo, as evidências da relevância contábil para os credores para fins de provimento de capital não estão suficientemente claras na literatura. A literatura somente investigou esse atributo para alguns grupos de credores: os analistas de *ratings* e detentores de títulos de dívida. Nesse contexto, o credor por empréstimo apresenta maior abrangência para o estudo da relevância contábil, pois, a partir de créditos obtidos é que o mutuário receberá *ratings* de crédito e pode emitir dívidas a serem negociadas no mercado por detentores de títulos de dívida. Ainda, as condições de baixo *enforcement*, de maior alavancagem e de baixos *ratings* de crédito podem indicar se as medidas contábeis são menos ou mais relevantes para os credores em suas decisões de provimento de capital. Essas condições são testadas nas hipóteses específicas.

A relação entre os padrões contábeis e a qualidade da informação contábil está condicionada ao *enforcement* (BYARD; LI; YU, 2011; CHRISTENSEN; HAIL; LEUZ, 2013; LANDSMAN; MAYDEW; THORNOCK, 2012). Considerando esse pressuposto, os países com menor *enforcement* apresentam ambiente que gera menor qualidade da informação

contábil e maior risco informacional, o que pode influenciar a relevância contábil para os credores por empréstimos (VRC). Assim, o menor cumprimento das normas IFRS pelas empresas pode tornar as informações contábeis menos relevantes para esses usuários.

A alta alavancagem de uma empresa pode expô-la ao risco de crédito e aumenta a percepção do credor quanto a esse risco, visto que a probabilidade de falência e de inadimplência aumenta com alavancagem (BEAVER; MCNICHOLS; RHIE, 2005; BEAVER; CORREIA; MCNICHOLS, 2012). Já a baixa classificação de *ratings* de crédito atribuída à empresa também indica o maior risco de crédito para os credores (JORION; SHI; ZHANG, 2009). Portanto, essas condições contribuem para verificar se as informações contábeis nessas situações são mais relevantes para os credores por empréstimos.

1.5. Objetivos gerais e específicos

Conforme exposto no problema, tem-se como objetivo geral desta pesquisa avaliar se as informações contábeis relevantes nos modelos de decisão do investidor e do credor são diferentes sob condições gerais.

Os objetivos específicos da pesquisa são:

- Identificar se, nas empresas dos países com menor *enforcement*, as informações contábeis são menos relevantes para o credor por empréstimo, comparando os diferentes graus de *enforcement*.
- Identificar se, na condição de alta alavancagem das empresas, as informações contábeis são mais relevantes para o credor, comparando os diferentes níveis de alavancagem.
- Identificar se, nas classificações mais baixas de *ratings* de crédito atribuídas às empresas, as informações contábeis são mais relevantes para o credor, comparando as altas e baixas classificações de *ratings* de crédito.

1.6. Contribuições esperadas

A pesquisa busca inicialmente verificar se as informações contábeis relevantes para os investidores e para os credores são diferentes entre si. Em seguida, esse estudo apresenta o modelo de relevância contábil para os credores por empréstimos, contexto ainda não explorado empiricamente pela literatura acadêmica. As pesquisas que abrangeram estudos no mercado de crédito após normas IFRS analisaram o efeito dessas alterações normativas nos contratos de dívida e o impacto dessas mudanças para os analistas de agências de *rating* de

crédito e para os detentores dos títulos de dívida. Assim, essa tese busca preencher a lacuna referente ao estudo da relevância contábil para os credores por empréstimos a partir da construção de um modelo similar ao adotado na literatura de CR (*credit relevance*) e evidencia que a contabilidade é útil não só para fins de monitoramento, mas também para avaliação de dificuldades financeiras.

Ao analisar o objetivo geral da pesquisa, a tese contribui para a literatura da relevância da informação contábil por meio da identificação das informações contábeis relevantes para o credor e para o investidor. As evidências de que esses usuários contábeis utilizam diferentes informações em suas decisões de provimento de capital permitem que sejam avaliados os impactos de outros fatores que possam afetar as decisões desses usuários, tais como os fatores associados aos diferentes riscos corporativos e às características institucionais de empresas e países. Ainda, os resultados para o credor podem contribuir para debates na literatura de *covenants*, de análise de risco e de *credit relevance*, pois essa literatura apresenta elementos associados à relevância contábil para o credor.

Espera-se que a pesquisa possa auxiliar os órgãos reguladores do mercado financeiro e seus agentes participantes com os resultados apresentados, os quais fornecem indícios para identificação dos parâmetros utilizados nas decisões de provimento de capital por credores e por investidores. Para os bancos centrais, os resultados podem auxiliar na avaliação da adequação das informações contábeis para análise de risco de crédito e sugerir diretrizes para os ajustes a serem realizados pelos bancos nas *covenants*, permitindo a redução de assimetria informacional entre esses e os detentores de títulos de dívida. Em virtude do aumento da securitização de recebíveis, essas medidas também poderiam evitar expropriação de recursos, minimizar o risco de crédito e de seus ativos.

Ainda, para as comissões de valores mobiliários, os resultados podem contribuir para que sejam adotadas orientações para divulgação de informações a respeito da classificação de itens do balanço e do resultado que facilitem a decisão dos credores e investidores. Essas orientações para divulgação podem abranger a evidenciação das medidas associadas ao risco de crédito, sendo possível identificá-la nos distintos riscos corporativos. Ao serem apresentadas em notas explicativas, tais informações reduziriam a assimetria informacional, visto que essas divulgações podem determinar o provimento de capital pelos credores e investidores. A compreensão das necessidades informacionais desses usuários contábeis contribui para a melhoria da eficiência informacional no mercado, uma vez que credores e

investidores podem obter informações para suas decisões de negociação de ações ou de concessão de crédito de maneiras distintas.

Os resultados da pesquisa também podem contribuir para a análise da estrutura conceitual, na medida em que traz a reflexão a respeito da utilidade da informação contábil para investidores e para credores, os quais são considerados como principais usuários das demonstrações financeiras para propósito geral. Busca-se também, por meio dos resultados encontrados para a relevância contábil desses usuários, avaliar se os enfoques dados às medidas contábeis consideradas relevantes pelos credores e pelos investidores estão alinhados à abordagem e ao enfoque admitido às demonstrações financeiras pelo IASB (medidas do balanço ou medida do resultado), caso essa exista ou venha a existir.

As evidências de que os credores e os investidores utilizam diferentes informações para suas decisões de provimento de capital permitem identificar se as alternativas contábeis de reconhecimento, mensuração e divulgação das IFRS impactam as informações contábeis consideradas relevantes para esses usuários. Igualmente permitem que sejam identificados os impactos derivados dessas alterações normativas para esses agentes econômicos. Desse modo, este trabalho pretende oferecer subsídios para os órgãos reguladores disciplinarem as normas contábeis e suas alterações, assim como conduzirem as deliberações de futuras emissões dessas normas ou a revisão de seus pronunciamentos técnicos.

1.7. Estrutura da tese

A tese está organizada em cinco capítulos, além desta introdução. O capítulo dois corresponde à fundamentação teórica e ao desenvolvimento das hipóteses. Nele estão descritos os mecanismos de proteção e as necessidades informacionais dos investidores e dos credores por empréstimos, assim como as evidências de diferentes características das informações contábeis utilizadas por esses usuários.

Após essa descrição são apresentados os principais estudos a respeito de *value relevance* e de *credit relevance*. São também expostas as informações contábeis relevantes para o credor por empréstimo, por meio da associação dessas informações com as evidências nas literaturas de previsão de falências e de *covenants*, com intuito de apresentar as variáveis utilizadas no modelo de relevância da informação contábil proposto para esse usuário. Em seguida, são expostos como contexto do risco informacional (menor *enforcement* dos países) e do risco de crédito (maior alavancagem e baixa classificação dos *ratings*) podem afetar a relevância das informações contábeis para esses credores.

O capítulo três apresenta o processo metodológico. Nele estão descritas a seleção da amostra, a obtenção dos dados e as variáveis utilizadas nos modelos econométricos. Posteriormente são apresentados os tratamentos estatísticos adotados para as variáveis e os testes prévios realizados para os modelos antes de sua aplicação. A partir desse processo, em uma abordagem positivista, é possível testar as hipóteses da pesquisa, com as quais se busca responder o problema e alcançar os objetivos da pesquisa.

No capítulo quatro, os resultados obtidos são apresentados e debatidos. Ao longo da apresentação e da análise dos resultados são estabelecidos argumentos baseados na fundamentação teórica e no desenvolvimento das hipóteses. Ademais, são também descritos contextos e inferências derivadas das evidências obtidas nos resultados.

O capítulo cinco traz as considerações finais do estudo, em que se remete às discussões dos resultados e se busca iniciar o debate para potenciais reflexões de estudo. Por fim, neste mesmo capítulo, as limitações da pesquisa são expostas e futuras pesquisas são sugeridas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

Esta seção objetiva apresentar a plataforma teórica na qual se baseia a pesquisa. O conjunto de mecanismos de proteção adotados por esses usuários e as necessidades informacionais destes são descritas. Ao longo do capítulo, são apresentadas as pesquisas referentes ao *value relevance* (VR) e ao *credit relevance* (CR) e também são incluídas as métricas utilizadas nessas literaturas. Neste tópico, também são apresentadas as pesquisas que fundamentam a relevância da informação contábil para os credores por empréstimos, o que permite a proposição de nova métrica que caracteriza a decisão deste credor. Essa métrica visa alcançar o objetivo da pesquisa de verificar se as informações contábeis relevantes são diferentes das informações relevantes para os credores e investidores. Nesta etapa também é descrita a hipótese geral da tese, e em seguida, são expostas as hipóteses específicas, em que são apresentados o *enforcement*, a alavancagem e o risco de crédito como condições que podem identificar se as informações contábeis são relevantes para os credores por empréstimos.

2.1. Mecanismos de Proteção e Necessidades Informacionais

2.1.1. Mecanismos de Proteção

Uma das funções da contabilidade é reduzir a assimetria informacional e auxiliar os seus usuários na tomada de decisões (BALL; SHIVAKUMAR, 2005). Credores e investidores, com objetivo de minimizar o problema de agência e obter o retorno de seus recursos fornecidos e aplicados, utilizam as informações contábeis em seus processos de mecanismos de proteção (HEALY; PAPELU, 2001; BALL; BUSHMAN; VASVARI, 2008; BALL; ROBIN; SADKA, 2008). A adoção desses mecanismos compõe a decisão de concessão de crédito a uma empresa e a compra ou a venda de ações desta.

Assim como a redução da assimetria, a ocorrência de conflitos de agência pode ser minimizada por meio da adoção de mecanismos de proteção, pois não é possível que esses conflitos sejam cessados permanentemente. Segundo Ball, Bushman e Vasvari (2008), se as partes de um acordo pudessem especificar os respectivos direitos e deveres para cada estado possível futuro, o contrato seria completo. Desse modo, de acordo com Dou (2012), em um

quadro de contratos incompletos, as partes só podem captar antes alguns sinais verificáveis, fator permitido por meio da utilização de informações contábeis.

O mecanismo de proteção utilizado pelo credor é realizado por meio dos contratos de dívida. Segundo Strahan (1999), os termos contratuais de empréstimos são utilizados para minimizar problemas informacionais, controlar o risco de crédito e precificar os riscos remanescentes. Dou (2012) cita que os números contábeis são amplamente utilizados nesses contratos para incorporar notícias e, conseqüentemente, facilitar o processo de concessão de empréstimos. As cláusulas restritivas que abrangem as informações contábil-financeiras nos contratos de empréstimos e de financiamentos (*covenants*) permitem ao credor verificar a situação econômica do tomador de crédito. Assim, a elaboração dos *covenants* é útil no processo de monitoramento feito pelo credor (RAJAN; WINTON, 1995; GRAHAN; LI; QIU, 2008) e tem a finalidade de evitar a expropriação de seus recursos (NIKOLAEV, 2010; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010). Ainda, além de reduzir a assimetria informacional entre bancos e mutuários, os *covenants* contribuem também para minimizar os problemas de agência que podem ocorrer por meio de conflito de interesses entre credores e acionistas, *bondholders* e *stockholders* (SMITH; WARNER, 1979; JAMES, 1987; COOK; FU; TANG, 2014).

Na relação entre o *bondholder* e o acionista ou o gestor, o conflito de interesses ocorre quando o *bondholder* intervém para evitar perdas futuras. Se existe a participação de dívida da empresa no mercado, o gestor pode realizar a expropriação do recurso por meio da emissão adicional de títulos de dívida com valores mais altos, em que, segundo Smith e Warner (1979), o acionista ou gestor usa o dinheiro recebido como pagamento de dividendo ou em projetos de investimento de alto risco. Nessas circunstâncias, o retorno dos recursos providos pelo *bondholder* e originários de um empréstimo concedido pelo credor (banco) podem ficar comprometidos.

O comportamento oportunista é também identificado na relação entre investidores e gestores. Quando o investidor adquire uma participação no capital de uma empresa, o gestor pode usar esses fundos para adquirir privilégios, uma compensação excessiva ou tomar decisões que são prejudiciais para os interesses dos investidores externos (JENSEN; MECKLING, 1976). Assim ocorre a expropriação, já que o retorno esperado dos recursos aplicados pelo investidor pode ser reduzido significativamente em razão da conduta do gestor.

Os investidores, com a finalidade de proteção aos recursos aplicados, estabelecem seus mecanismos de proteção por meio de mecanismos de controle. O conjunto de contingências no qual os acionistas exercem o controle efetivo (bem como o grau em que o

exercem) é determinado pela concentração da propriedade (BURKART; GROMB; PANUZI, 1997). Como a proteção é feita em termos de direitos de voto (a propriedade das ações com direito a voto) ou de direitos de fluxo de caixa (propriedade das ações com ou sem direito a voto), na existência de concentração de propriedade esses direitos permitem aos acionistas controladores terem maior poder por meio da gestão (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), ocasionando a expropriação de recursos de acionistas minoritários. A proteção dos investidores, portanto, está associada à menor concentração de propriedade.

Há ainda outros meios de controle utilizados para a proteção dos acionistas, tais como participações cruzadas, direitos de voto diferenciais e estruturas piramidais. A respeito desses mecanismos, Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) afirmam que eles possibilitam a separação do controle dos direitos de propriedade. Outros dispositivos de proteção dos investidores são as normas de divulgação e as normas contábeis (NENOVA, 2003), uma vez que a atribuição de controle e de propriedade requer que estas sejam verificáveis (BURKART; GROMB; PANUZI, 1997). Assim, é possível que as informações contábeis também sejam consideradas nos mecanismos de proteção adotados pelos investidores.

O uso da contabilidade nos mecanismos de proteção apoia o argumento da Estrutura Conceitual (IASB, 2010) de que as informações contábeis fazem parte do processo de avaliação do impacto de eventos passados, da correção e também da melhoria de suas avaliações, na comparação dos resultados em curso e no processo de previsão de resultados futuros. Em síntese, os mecanismos de proteção são úteis na avaliação feita por credores e por investidores quanto às perspectivas de entradas líquidas de caixa e de geração de fluxos de caixa futuros por uma empresa. Entretanto, ao avaliarem essas perspectivas, esses usuários adotam diferentes mecanismos de proteção, com o objetivo de minimizar as perdas econômicas e manter o retorno de seus recursos econômicos aplicados. Além disso, as necessidades informacionais desses provedores de capital também podem ser distintas.

2.1.2. Necessidades Informacionais

Os investidores, de maneira geral, estão interessados em receber o retorno do capital fornecido à empresa por meio da distribuição de dividendos ou da valorização no preço das ações, por isso estão interessados nos fluxos de caixa futuros de uma entidade e em como o desempenho da empresa afeta a geração desse fluxo e também o preço das ações. Segundo Cascino *et al.* (2013, p. 8), as necessidades de informação para os investidores de capital

variam em torno da quantidade, do cronograma e do risco dos fluxos de caixa futuros, de modo que a informação contábil é considerada útil se ajudar a estimá-los. Conforme Backer (1999, p. 402), os índices do preço sobre o lucro e os modelos de fluxo de caixa descontado são os mais usados, embora a aplicação varie de acordo com as indústrias. Desse modo, as informações dos resultados são úteis para a avaliação dos recursos providos ou a serem alocados pelos investidores.

A utilização de modelos de avaliação na tomada de decisão pelos investidores demanda informações do resultado, do balanço e também das notas explicativas. Os investidores preferem lucros persistentes ou recorrentes (CASCINO *et al.*, 2013; 2014) e, de acordo com Tucker (2012, p. 11), a demanda por contabilização do valor justo pode ser explicada por necessidades de informações sobre o valor patrimonial, em que os acionistas usam informações contábeis baseadas no mercado para uma melhor compreensão do seu valor. Cascino *et al.* (2013; 2014) também citam que o valor justo é preferido ao custo histórico para certas classes de ativos, mas não é esse o caso quando o valor justo é próximo ao nível 3, com uso de *inputs* não observáveis como parte de avaliações “*mark to model*”. Esses argumentos, portanto, sugerem a necessidade de informações que possam ser examinadas no mercado e que sejam baseadas em medidas observáveis pelo investidor.

Os investidores profissionais também utilizam a informação contábil para a tomada de decisões e a geração de informação para os demais investidores. Os analistas *sell-side* usam os demonstrativos contábeis para gerar e publicar previsões de ganhos, recomendações de ações e preço alvo para os investidores em geral (FOGARTY; ROGERS, 2005). Os analistas de *buy-side* utilizam informações internas e também relatórios publicados pelos analistas *sell-side* para apoiar suas decisões de investimento em carteira (GROYSBERG; HEALY; CHAPMAN, 2008) e de seus investidores institucionais. Nota-se que, assim como há investidores que realizam diretamente as decisões, há aqueles que produzem informações para a tomada de decisão também de investidores em potencial, os quais também precisam das informações contábeis para decisão de provimento de capital.

As necessidades informacionais dos investidores foram observadas por Marton (1998) por meio de questionários e de entrevistas submetidos aos analistas. As evidências encontradas por esse autor indicaram que esses usuários utilizam informações do balanço patrimonial e dos ganhos e perdas nas demonstrações financeiras para fundamentar as decisões de alocação de capital. No entanto, os investidores também buscam informações adicionais, tais como o anúncio de resultados, reuniões de analistas e relatórios de contas anuais por meio do contato com as empresas (BARKER, 1998). Gassen e Schwedler (2010, p.

501) identificaram também que as informações mais relevantes para a decisão dos investidores foram os relatórios anuais, as notas explicativas das demonstrações financeiras, os contatos diretos com a gerência e as demonstrações financeiras trimestrais. Dados provenientes dessas fontes podem, assim, suprir as necessidades informacionais do investidor.

O objetivo fim do investidor é obter o retorno do capital provido por ele. Para esse propósito, eles procuram maximizar o retorno ou o preço das ações (por meio da comparação com um *benchmark* ou índices) e/ou avaliar se as ações estão subavaliadas por meio de modelos de fluxo de caixa (BARKER, 1999; ARNSWALD, 2001). Nesse último caso, Cascino *et al.* (2013, p. 23) citam que a estimação dos fluxos de caixa e os riscos associados a esses envolvem considerável complexidade em sua prática, pois requerem a decisão de estimativas diretas, por meio de dividendos ou de fluxos de caixa livre, ou indiretas, por meio dos ganhos, além da decisão de intervalo de tempo da previsão. Nota-se que as duas maneiras utilizadas demandam o uso das informações contábeis, sejam elas relativas ao período atual da análise para a tomada de decisão ou referentes aos dados contábeis passados para a realização das estimativas na obtenção do valor intrínseco da ação.

Os credores, ao fornecerem empréstimos e financiamentos, esperam receber o retorno desses recursos econômicos sob a forma do valor principal e dos juros, considerando o risco de crédito. Cascino *et al.* (2013, p. 9) citam que vários modelos estatísticos e financeiros foram desenvolvidos para prever o risco financeiro refletindo a assimetria nas perdas *versus* ganhos enfrentados pelos fornecedores de dívida. Beaver, McNichols e Rhie (2005) observaram que os principais indicadores baseados em informações contábeis que ajudam a prever a dificuldade financeira da empresa são a rentabilidade do ativo (ROA), o EBITDA sobre o passivo – que indica a capacidade do fluxo de caixa de servir os pagamentos de dívidas e outras obrigações da empresa – e o indicador do ativo total sobre o passivo total. Assim, as informações úteis na previsão do risco de crédito para o credor são provenientes tanto das demonstrações de resultado, quanto do balanço patrimonial.

Os dados contábil-financeiros podem ser úteis no processo de concessão de empréstimos e financiamentos, já que, entre as informações necessárias no modelo para a previsão da dificuldade financeira do mutuário, as medidas contábeis são empregadas. Embora, segundo Cascino *et al.* (2013, p. 11), as evidências limitadas sugerem que as informações das demonstrações financeiras não são diretamente importantes para os credores comerciais (*trade creditors*), particularmente, após a decisão inicial de financiamento, elas podem ser indiretamente importantes, juntamente com outras informações não financeiras, já

que os intermediários (*credit bureau*) dependem delas. Conforme exposto, as medidas derivadas da contabilidade possibilitam que os participantes do processo de concessão de crédito sejam orientados adequadamente.

Os mercados de dívida pública e privada dependem de informações contábeis diretamente na contratação, ou indiretamente, por meio de agências de classificação de risco (CASCINO *et al.*, 2013). Os contratos de dívida correspondem aos acordos financeiros, os quais estão baseados em variáveis contábeis (LEFTWICH, 1983; DEMIROGLU; JAMES, 2010; BRADLEY; ROBERTS, 2015), uma vez que informações úteis para fins de contratação devem ser verificáveis *ex post*, ao passo que esta não é uma prioridade para a estimativa *ex ante* dos fluxos de caixa futuros (CASCINO *et al.*, 2013). Desse modo, os dados contábeis contidos nos contratos de dívida servem como parâmetro adotado por esse usuário para realizar o monitoramento da empresa quando da decisão de concessão de crédito, assim como após essa decisão.

Uma das formas de as necessidades informacionais dos credores por empréstimo serem identificadas é por meio das informações contidas nos contratos de dívida. Dichev e Skinner (2002, p. 1101) e Chava e Roberts (2008, p. 2091) identificaram o uso dos seguintes índices baseados nas medidas de resultado nos contratos: a dívida sobre o EBITDA, a cobertura de juros (ou cobertura do serviço da dívida) e a cobertura de custos fixos. Os indicadores associados às informações contábeis do balanço observados foram: a dívida sobre os ativos tangíveis, a alavancagem e a liquidez corrente. Além dessas medidas, os dados contábeis dos ativos tangíveis, do patrimônio líquido (DICHEV; SKINNER, 2002; CHAVA; ROBERTS, 2008) e do EBITDA (CHAVA; ROBERTS, 2008) também são inseridos nos contratos de crédito. A partir das evidências das respectivas pesquisas citadas e das de Beaver, McNichols e Rhie (2005), que também identificaram a utilidade das informações contábeis em prever dificuldades financeiras, é possível afirmar que grande parte das necessidades informacionais dos credores podem ser supridas pelas informações contábeis.

Algumas dessas medidas contábeis são ajustadas pelos credores, o que permite identificar a característica da informação demandada por esses usuários. Os *covenants* do patrimônio líquido, por exemplo, são ajustados com a eliminação dos ativos intangíveis (FRANKEL; SEETHAMRAJU; ZACH, 2008) e os lucros, ajustados para medidas do EBIT ou EBITDA (LI, 2011) com o objetivo de remover componentes transitórios. Boa parte dos ajustes é feita para isolar o efeito das mudanças no GAAP, ficando a ressalva de que os ajustes dos itens do balanço tendem a ser feitos de forma mais conservadora (BEATTY; WEBER; YU, 2008). Segundo Cascino *et al.* (2013, p. 10), devido à natureza de suas

reivindicações, os provedores de dívida preferem uma contabilidade conservadora a uma contabilidade imparcial, e isso se reflete nos ajustes que eles fazem para os dados das demonstrações financeiras.

Além dos ajustes realizados, os credores também buscam informações adicionais. Segundo Florou e Kosi (2015, p. 1412), um credor que renegociar com uma empresa já tem informações privadas e é menos dependente das demonstrações financeiras da empresa, embora, ainda segundo os autores, esse nível de dependência possa variar entre os tipos de credores privados. Conforme Bradley e Roberts (2015, p. 28), os efeitos macroeconômicos são particularmente interessantes na medida em que sugerem um mecanismo pelo qual os bancos e as outras instituições de crédito podem ajustar os *covenants*. Essas menções indicam que os credores podem conseguir informações privadas com mutuários, assim como buscar informações de natureza econômica.

A busca por informações adicionais e os ajustes realizados nos dados contábeis caracterizam a particularidade da necessidade informacional do credor. Como um de seus objetivos principais é receber o retorno dos recursos econômicos fornecidos por meio da concessão de empréstimos e financiamentos, esse usuário busca minimizar o risco de crédito e realizar o monitoramento do mutuário por meio dos contratos de dívida. Esses dois procedimentos não são mutuamente excludentes, pois as cláusulas restritivas (*covenant*) mais rígidas são determinadas principalmente pelo risco de crédito do mutuário (DEMIROGLU e JAMES, 2010). Por isso, esse usuário pode demandar o uso das informações contábeis relativas aos períodos anteriores e atuais para a realização das estimativas desse risco.

Os investidores e os credores por empréstimos utilizam a contabilidade para suas necessidades informacionais: respectivamente, para fins de avaliação e de contratação. Sendo assim, esses diferentes propósitos sugerem que as informações contábeis úteis e relevantes para esses usuários também sejam diferentes. Florou e Kosi (2015, p. 1408) citam que os credores possuem diferentes necessidades informacionais se comparados aos investidores e também afirmam que os resultados dos estudos do IFRS no mercado de ações podem não ser generalizados para o mercado de crédito e dívida.

Além disso, as informações consideradas relevantes no modelo de relevância do investidor (*value relevance* – VR) e no modelo adotado para um dos grupos de credores (*credit relevance* – CR) apresentam diferentes pressupostos ao considerar as informações úteis nas decisões de provimento de capital. Entretanto, embora a literatura tenha apresentado

os resultados da relevância contábil nesses modelos isoladamente, a comparação da relevância para o credor por empréstimo com a relevância contábil para o investidor (VR) ainda não foi evidenciada.

2.2. *Value relevance*

A definição do VR gerou diferentes abordagens na literatura contábil associadas ao mercado de capitais. Holthausen e Watts (2001) classificam os estudos nessa área em: conteúdo informacional marginal e estudos de associação relativa e de associação incremental. Nos estudos de conteúdo informacional marginal, uma variável contábil específica adiciona informação para o grupo de investidores. Na associação relativa, os estudos observam a relação entre o preço da ação e os valores contábeis obtidos sob normas contábeis propostas em relação às normas padrões anteriores. Já na associação incremental, é verificado se, dadas outras variáveis, a informação contábil pública é mais útil para explicar o preço das ações.

As pesquisas realizadas com base no ponto de vista do investidor foram classificadas nos estudos de eficiência de mercado, de avaliação de empresas, de comportamento discricionário e de comportamento dos analistas (KOTHARI, 2001; BEAVER, 2002). Há também a literatura contábil e as pesquisas que se referem ao *disclosure* e ao papel da contabilidade em contratos e processos políticos. Este papel da contabilidade em tais tipos de contratos e processos é definido pelo uso de informações contábeis para remuneração e em cláusulas contratuais (KOTHARI, 2001), as quais permitem ampliar a abordagem da relevância contábil com sua análise voltada para os demais usuários da contabilidade.

O VR foi verificado empiricamente nas primeiras pesquisas referentes à associação entre a contabilidade e o mercado de capitais. Ball e Brown (1968) constataram que as mudanças no lucro apresentaram relação com as alterações no preço das ações negociadas. Além desses autores, Beaver, Lambert e Morse (1980) também observaram significativa relação positiva entre preços e os lucros por meio da análise do percentual da mudança dessas duas medidas. Com a hipótese de que o retorno esperado de mercado aumenta com o anúncio dos resultados, Patell e Wolfson (1981) identificaram o aumento na média dos preços das ações próximo a esse anúncio, evidência de que o mercado antecipa as informações dos lucros.

As constatações empíricas acerca da propriedade dos lucros (antes de itens extraordinários) como medida VR foram evidenciadas em 16 diferentes países. Alford *et al.* (1993, p. 24) identificaram que as empresas dos países Austrália, França, Países Baixos e Reino Unido, cujos relatórios eram divulgados em conformidade às normas locais de seus países (local GAAP), apresentaram lucros contábeis de maior VR do que os lucros mensurados pelas normas locais dos Estados Unidos (US-GAAP). Essa constatação, ainda que em proporção menor, foi encontrada também nos lucros das empresas da África do Sul, da Irlanda e da Noruega.

No entanto, as contas de reconciliações do lucro e do patrimônio líquido foram identificadas como relevantes quando as empresas migraram seus GAAPs locais para os US-GAAP. Amir, Harris e Venuti (1993, p. 231) identificaram o VR quando as empresas ingressaram no mercado norte-americano, fator que exigiu alteração de suas normas contábeis para que se apresentassem em conformidade às estabelecidas pelo FASB. Nota-se que as pesquisas identificaram, por meio do VR, as diferenças das práticas contábeis advindas de GAAPs distintos. Essas distinções passaram a ser também observadas após convergência contábil, com a adoção pelos países das normas contábeis internacionais estabelecidas pelo IASB.

A adoção obrigatória das normas IFRS na Europa demandou a realização de reconciliação nas demonstrações contábeis. Barth *et al.* (2014, p. 297), ao analisarem empresas financeiras e não financeiras em três grupos de países (inglês, escandinavo e francês/alemão), observaram que os ajustes ao lucro líquido realizados nessa adoção estavam associados positivamente com os preços das ações. O VR também foi identificado nas alterações dessas normas. Os autores também constataram que o ajuste referente ao IAS 39 foi relevante para empresas financeiras e não financeiras, à exceção das empresas não financeiras dos países do grupo francês/alemão. A partir dessa evidência, infere-se que o lucro líquido, em alguns países da Europa, tornou-se mais relevante com uso da mensuração a valor justo. Além disso, foi possível observar que as diferenças nas características institucionais dos países podem impactar a maneira como os investidores avaliam as informações contábeis.

Os fatores institucionais específicos de cada país impactaram o VR do patrimônio líquido. Ali e Hwang (2000, p. 20) identificaram menor VR do lucro e do patrimônio nas empresas dos países em que os sistemas financeiros são orientados para os bancos ao invés do mercado de capitais, naquelas dos países em que membros do setor privado não estão envolvidos no processo de implementação das normas contábeis e também naquelas empresas

cujos países as práticas contábeis têm maior influência de regras fiscais. O investidor, portanto, consegue captar a possível influência dessas características no reconhecimento e na divulgação das demonstrações contábeis.

A prestação ou a omissão de informação contábil de caráter obrigatório das IFRS pode afetar a percepção dos investidores. Com essa premissa, Tsalavoutas e Dionysiou (2014) investigaram as implicações da divulgação obrigatória nas demonstrações contábeis das companhias gregas, cujos níveis de conformidade das divulgações às normas IFRS são amplamente divergentes se comparadas às empresas anglo-saxônicas, as quais apresentam menor variabilidade no cumprimento das obrigações de divulgação. Os autores identificaram que os lucros das empresas de alta conformidade são mais relevantes do que o lucro líquido das companhias com baixo grau de conformidade. Com essa evidência, é possível depreender que a existência da relação entre o lucro e o preço das ações possibilita identificar demonstrações financeiras mais transparentes, indicando a percepção do investidor sobre a qualidade das informações contábeis.

Além das características institucionais dos países e de seus graus de conformidade às IFRS, o efeito das características institucionais das companhias, como a estrutura de propriedade, também pode impactar o VR. Segundo Bae e Jeong (2007, p. 764), a característica *cross-equity ownership* das empresas coreanas (*proxy* para o problema de agência entre acionistas controladores e minoritários) afeta negativamente o VR do lucro e do patrimônio líquido, enquanto o *foreign equity ownership* (a *proxy* para o efeito de monitoramento) afeta positivamente o VR desses dados contábeis.

As evidências empíricas a respeito da relação entre as informações contábeis e o mercado de capitais, a sua associação no contexto da adoção e comparação de diferentes GAAPs, assim como na adoção do IFRS, confirmam que as informações provenientes do resultado (lucro), assim como as provenientes de dados contábeis do balanço (patrimônio líquido), são consideradas relevantes para os investidores. O modelo de Ohlson (1995) é uma das principais métricas utilizadas para fornecer essas evidências, modelo que identificou o lucro líquido e o patrimônio líquido como dados contábeis determinantes do valor de mercado de uma empresa.

O modelo de Ohlson foi adotado para identificar as alterações no VR do lucro e do patrimônio líquido no mercado americano, no qual Collins, Maydew e Weiss (1997) verificaram que, no período de 1953 a 1997, o VR dos ganhos diminuiu, enquanto o do patrimônio líquido aumentou. De acordo com os autores, os resultados indicaram que o modelo de custo histórico não deixou de ser relevante e que parte dessa mudança pode ser

devido à maior frequência de resultados negativos e itens não recorrentes, mudanças no tamanho da empresa e maior intensidade de intangíveis ao longo do tempo.

Ainda no mercado americano, o poder explicativo do lucro na avaliação patrimonial foi observado durante um período de 55 anos. Cloult, Falta e Willett (2016) identificaram um declínio do VR dos lucros, fato atribuído pelos autores ao aumento da comunicação de perdas, uma vez que o lucro, quando decomposto em ganhos e perdas, tem tido pouca ou nenhuma mudança nas últimas décadas na relevância que o mercado atribui a eles. Outro fator de declínio do VR dos lucros também foi atribuído à volatilidade nos lucros.

No mercado de capitais europeu foram identificadas evidências mistas em relação ao aumento do VR do lucro e do patrimônio líquido quando da adoção das normas IFRS. Ao analisarem as empresas participantes das bolsas de valores de Frankfurt, Madrid, Paris, Londres e Milão, Devalle, Onalli e Magarini (2010) observaram que, após a adoção das IFRS, a influência do lucro sobre o preço das ações aumentou nos países analisados e a do patrimônio líquido diminuiu na Alemanha e na França. No entanto, na Espanha e na Itália o VR dessas variáveis em conjunto diminuiu, enquanto no Reino Unido aumentou. Clarkson *et al.* (2011), ao analisar países da Europa e a Austrália, identificou que em países *common law* houve declínio da capacidade do lucro e do patrimônio líquido em explicar os preços das ações, enquanto nos *code law* houve o aumento do VR.

No mercado brasileiro foi identificado, por meio do modelo de Ohlson, que o patrimônio líquido possui maior poder explicativo na determinação do valor da empresa comparado ao lucro. Conforme Lopes (2002, p. 28), o resultado confirmou a hipótese da concentração acionária no mercado de capitais do país e confirmou que o lucro líquido não é útil como medida para reduzir a assimetria informacional. Esse resultado, de acordo com o autor, também traz o indício de que a concentração de propriedade pode ser um dos fatores que impactam a qualidade do lucro no país.

A análise da evolução de 20 anos do VR no Brasil identificou o decréscimo da capacidade do lucro e do patrimônio líquido de alterar o preço das ações. No entanto, ao analisarem em janelas de tempo separadas, Sarlo Neto *et al.* (2014) identificaram que a capacidade informacional do lucro foi baixa durante o período estudado, com crescimento a partir de 2004, enquanto o patrimônio líquido, ainda que tenha apresentado tendência de decréscimo, mostrou maior VR do que o lucro ao longo do tempo.

Nota-se que há diferentes resultados acerca da VR para essas duas medidas contábeis (lucro e patrimônio líquido), seja baseado em estudos temporais, em diferentes mercados de

capitais, na comparação de GAAPs ou na adoção das IFRS pelos países. Portanto, não há um consenso acerca de qual dessas informações contábeis é mais relevante para o investidor.

O modelo frequentemente utilizado para identificação do VR baseia-se nas relações ou nas associações entre as medidas contábeis do patrimônio e do lucro líquido e o preço das ações. A existência dessa associação sugere a ocorrência da modificação de expectativas do investidor mediante a divulgação dessas informações contábeis e, como consequência, a sua tomada de decisão por meio da negociação de ações. A evidenciação de um dado contábil que pode alterar a perspectiva econômica do investidor faz que ele tome a decisão de aplicar seu capital na empresa por meio da compra, manutenção ou venda de ações, decisão refletida nos movimentos dos preços das ações ou no valor de mercado da empresa. Portanto, as métricas de relevância da informação contábil para os investidores (VR), que compõem as variáveis de decisão deste usuário, baseiam-se nos ativos das empresas negociados no mercado de capitais.

2.2.1. Métricas para o *Value Relevance*

As métricas utilizadas para identificar o reflexo do comportamento do investidor no mercado de capitais, quando da divulgação de uma informação contábil, empregam como elementos comuns os títulos negociados nesse mercado. Sendo assim, o preço, o retorno e o volume das ações, além do retorno anormal da ação e o valor da empresa, são utilizados para captar o reflexo da divulgação de informações no mercado acionário. O retorno anormal foi utilizado por Ball e Brown (1968) e, posteriormente, por Foster (1977), no qual este realiza um estudo semelhante, mas obtém os retornos anormais por meio da dedução do retorno do ativo específico pelo retorno da ação livre de risco, considerando a medida de risco da empresa. Além disso, em vez de usar a taxa diária discreta de retorno, Foster (1977) usou o logaritmo natural do preço diário.

A variância dos retornos anormais também foi utilizada como uma medida do conteúdo informacional quando da divulgação de resultados anuais. Beaver (1968) usou essa métrica com a ideia de que a informação muda as estimativas dos investidores quanto às distribuições de probabilidade de fluxos de caixa futuros da empresa, o que, consequentemente, altera o preço de suas ações e impacta seus retornos. Nessa métrica, espera-se frequência maior ou valor maior nas variações de preços e retornos nos dias das divulgações de resultados comparados à série histórica. Portanto, dessa maneira, é possível verificar se os lucros transmitem informações para o mercado por meio da observação do aumento da variância do retorno anormal no momento da divulgação de resultados.

Como as alterações nos valores dos ativos de uma empresa negociados no mercado acionário podem estar associadas à divulgação de seu lucro, as medidas utilizadas no modelo de VR estão vinculadas a esses ativos. Deste modo, na operacionalização do modelo de VR, a maioria das variáveis consideradas como *proxies* de decisão são o preço da ação, o retorno da ação e o valor de mercado da empresa. Os modelos baseados no preço buscam captar o reflexo da decisão do investidor. Kothari e Zimmerman (1995) entendem que os investidores têm como premissa o fato de que o resultado corrente é uma *proxy* para a expectativa do mercado.

A métrica do VR é estabelecida pela associação entre as variáveis que determinam a decisão do investidor (dados contábeis) e o elemento impactado por essa decisão tomada (ativos negociados no mercado). Portanto, o modelo de VR pode ser definido como o efeito da decisão do investidor em função das informações contábeis, consoante a sua definição teórica. A maioria das regressões utilizadas nas pesquisas nesse tema considerou o lucro e/ou o patrimônio líquido entre as variáveis independentes. Em virtude de sua maior aplicação nas pesquisas, essas variáveis passaram a integrar a estrutura do modelo de VR, que foi inicialmente definido por Ohlson (1995) (equação 1), autor do modelo que analisa quais informações contábeis poderiam afetar o valor da empresa:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_{t+\tau} \quad (1)$$

Em que:

P_t é o valor de mercado da empresa no período t ;

y_t é o patrimônio líquido no período t ;

x_t^a é o lucro anormal no período t ;

v_i é a variável “*outras informações*”, correspondente a fatos que afetarão os resultados no futuro ($t+\tau$), mas que ainda não foram captados e reconhecidos pela contabilidade.

A estrutura do modelo Ohlson e a dos modelos que integraram o lucro líquido e o patrimônio líquido como variáveis principais empregaram essa regressão com a finalidade de observar se uma das variáveis é mais significativa (estudos de associação relativa) ou se determinada variável sob estudo possui maior VR se comparada a esses dois dados contábeis

(estudos de associação marginal ou incremental). O modelo de VR comumente utilizado (equação 2) é descrito na equação 2 (LOPES, 2002):

$$P_{i,t} = \alpha + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 PLA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

$P_{i,t}$ é o preço da ação ajustado pelos dividendos da empresa i no período t ;

$LPA_{i,t}$ é o lucro por ação da firma i no período t ;

$PLA_{i,t}$ é o patrimônio líquido por ação da firma i no período t .

A maior parte das pesquisas que testou o VR das informações contábeis, independentemente da operacionalização adotada, utilizou o preço das ações (LOPES, 2002; CLARKSON *et al.*, 2011; AGOSTINO; DRAGO; FILIPO, 2011; BARTH *et al.*, 2014) ou o retorno das ações (ALFORD *et al.*, 1993; ALI; HWANG, 2000). Além dessas variáveis, também foi utilizado o valor de mercado da empresa como *proxy* da decisão dos investidores (OHLSON, 1995; CLOULT; FALTA; WILLETT, 2016).

A aplicação de modelos de VR usando variáveis do mercado de capitais, de acordo com Veith e Werner (2014, p. 302), requer a escolha entre a regressão e a abordagem de retornos da carteira, assim como da janela de tempo. De acordo com os autores, a sensibilidade dos resultados obtidos em estudos comparativos internacionais de VR, a partir dessas escolhas metodológicas, impacta a significância das diferenças entre os países. As evidências encontradas por esses pesquisadores sugerem que os estudos que identificaram diferenças no VR não são impulsionados somente (e diretamente) por diferenças no sistema contábil, mas podem também ser conduzidos por diferenças nas características de mercado. Uma dessas características refere-se à volatilidade do mercado ao longo do tempo e entre os países.

A correlação das informações contábeis com os retornos das ações como critério para avaliação de desempenho das empresas pelo investidor é mencionada por Kothari (2001, p. 169) como uma das medidas mais aplicadas inicialmente na literatura que associa a contabilidade e o mercado de capitais. Posteriormente, a medida passou a ser utilizada na avaliação das regras contábeis, com pesquisas desenvolvidas na identificação do VR quando da adoção do IFRS ou do impacto de alterações de normas específicas das IFRS nas decisões dos investidores. Segundo Lee (2001, p. 236), na literatura de VR o preço é considerado uma referência normativa para o valor da empresa.

Um dos instrumentos utilizados para a validação da eficácia das normas contábeis internacionais é a métrica do VR. Barth, Beaver e Landsman (2001, p. 80) citam que os modelos de *valuation* são adotados com objetivo de operacionalizar aspectos importantes da estrutura conceitual, como a relevância da informação contábil. Segundo Kothari (2001), a estrutura conceitual do FASB cita que as demonstrações financeiras devem ajudar os investidores e os credores na avaliação dos montantes, prazos e incerteza dos fluxos de caixa (FASB, 1978). Esse contexto também é exposto na estrutura conceitual do IASB, que cita o fato de que as expectativas dos investidores e dos credores em relação aos retornos dependem da sua avaliação dos fluxos de caixa futuros e que as informações contábeis auxiliam a avaliar essas perspectivas (IASB, 2010). Portanto, é esperada a associação entre o desempenho financeiro corrente e os fluxos de caixa futuros, bem como uma associação contemporânea entre o desempenho financeiro e o preço das ações ou alterações nesses preços.

A relevância da informação contábil é definida como uma informação financeira capaz de fazer a diferença na tomada de decisões dos usuários (IASB, 2010). A partir desse pressuposto, as métricas expostas, provenientes do mercado de capitais, permitem que mudanças nas expectativas dos investidores sejam captadas e contribuam para identificar o impacto de alterações normativas contábeis nas decisões do investidor. Essa construção lógica também contribui para a definição dos atributos e das propriedades da relevância da informação contábil aplicáveis a outros usuários da contabilidade, como o credor, visto que ele é também considerado um dos principais provedores de capital.

2.3. *Credit Relevance*

As evidências iniciais observadas em pesquisas relacionadas à relevância contábil restringiram a sua definição e evidências ao VR, pois os estudos têm a maior parte de sua aplicação voltada para um usuário da contabilidade: o investidor. Holthausen e Watts (2001, p.63) citam que a literatura da relevância contábil apresenta foco exclusivo em investidores de capital. Por esse motivo, são poucas as evidências das necessidades informacionais dos credores no contexto da adoção das normas contábeis internacionais comparadas ao VR.

As recentes pesquisas realizadas utilizaram o termo *credit relevance* (CR) para denominar a relevância contábil para um grupo de credores, termo definido como a habilidade das medidas financeiras explicarem o risco de *default* (HANN; LU; SUBRAMANYAM,

2004). A definição apresentada considera um dos fatores que determinam a relevância contábil para o credor: o risco de crédito. Kosi, Pope e Florou (2010, p. 2; 15) definiram o CR como a habilidade das informações contábeis de captar as informações incorporadas nos *ratings* de crédito e que afeta o risco de *default*. Esse conceito define a informação contábil relevante para o credor refletida na opinião de analistas de crédito quanto à solvência de uma empresa e ao grau de cumprimento da sua obrigação financeira.

O CR e o VR foram definidos por Han, Heflin e Subramanayam (2007, p. 329) como a associação entre as medidas financeiras e as expectativas de fluxo de caixa futuros. Os autores analisaram a utilidade das demonstrações financeiras para os credores e os investidores ao comparar os diferentes modelos de contabilidade de obrigações com pensões de benefícios definidos (*benefit pension obligation* – PBO): custo histórico (suavização) e valor justo. Ao examinar os efeitos dos modelos, os resultados indicaram que o VR (contendo o patrimônio e o lucro) foi significativamente mais alto sob a suavização do que pelo valor justo, constatação explicada devido à maior volatilidade e à menor persistência do lucro sob esse modelo. As medidas do balanço e do resultado referentes ao modelo CR, que contém variáveis contábeis sinalizadoras do risco de crédito, foram identificadas como relevantes sob a suavização, embora o valor justo melhore o CR somente quando considerados os dados provenientes do balanço.

O efeito das medidas do valor justo adotadas pelo FASB, principalmente o seu impacto nas medidas do balanço, influenciaram as opiniões dos analistas de *rating* de crédito. Han, Heflin e Subramanayam (2007, p. 329) citam que, de acordo com os normatizadores, o modelo de contabilidade de PBO de valor justo pode tornar a informação do balanço mais relevante ao incorporar valores atuais para ativos e passivos. A partir dessa premissa, os autores identificaram que o valor justo dos elementos do balanço patrimonial melhora o CR, mas não o VR. Em relação às medidas de resultado, quando os ganhos e as perdas transitórias são separados dos componentes dos lucros mais persistentes, foi encontrado o CR e VR para o lucro. Essa evidência permite concluir que, com a existência de elementos transitórios no lucro, fica mais difícil para os credores determinarem os lucros futuros da empresa. Ademais, é possível concluir que o valor justo para as medidas de resultado pode não ser uma mensuração útil para a estimativa do risco de crédito.

As novas normas do FASB para os planos de pensão multipatrocinados (*multiemployer defined-benefit pension plan* – MEPP) subfinanciados nas empresas dos Estados Unidos também impactaram o VR e o CR. Chen *et al.* (2015) verificaram que, antes da nova norma de pensões adotada em 2011, as estimativas para os valores de participação de

uma empresa com MEPP não se mostraram relevantes para o investidor, mas, após a adoção da norma, passaram ser, evidenciando que as divulgações do novo padrão contribuem para melhorar a precisão das estimativas dos acionistas. Antes e após a regra contábil, essas estimativas se apresentaram relevantes para o credor, com associação negativa no CR, sugerindo que os credores identificam o subfinanciamento da MEPP como uma dívida da empresa e um indicativo de risco de crédito.

Com a adoção do valor justo, a relevância das medidas de resultado utilizadas pelo credor para fins de avaliação do risco de crédito das empresas pode ter relevância distinta das usadas para fins de avaliação do risco de suas operações financeiras. Duh, Hsu e Alves (2012) analisaram a utilização do valor justo na adoção da IAS 39 pelos bancos comerciais não americanos. Essa norma exige o reconhecimento, a valor justo, de ganhos e perdas para os instrumentos financeiros e da realização do *impairment* para empréstimos e recebíveis. De acordo com Duh, Hsu e Alves (2012, p. 24), as opções de *hedge accounting* e do valor justo melhoraram a sensibilidade das medidas de risco e aumentaram a variabilidade dos ganhos, efeitos que geraram o aumento CR nos bancos comerciais não americanos. Os autores explicam essa evidência devido ao fato de os valores divulgados capturarem com maior precisão a variabilidade do resultado e dos valores dos ativos e passivos comparados a outras medidas, como o custo histórico.

A análise do impacto da adoção das IFRS no CR de empresas não financeiras nos diferentes países identificou que as informações contábeis foram úteis na estimativa do risco de crédito das empresas. Kosi, Pope e Florou (2010) verificaram que, entre as variáveis contidas no modelo, houve aumento do *credit relevance* (CR) no índice de cobertura de juros para empresas que adotaram obrigatoriamente as IFRS. Ao considerar fatores específicos entre os países, como a proteção aos credores e as regras de direito, os autores observaram que, tanto as empresas pertencentes aos países com regime institucional forte, quanto as com fraco, apresentaram aumento do CR para esse índice. Ainda nas empresas dos países com esses regimes (forte e fraco), os resultados também mostraram o aumento do CR no índice de rentabilidade das empresas cujos países realizaram a adoção mandatória e apresentavam forte proteção ao credor.

Os efeitos da adoção das IFRS no CR também foram identificados por Wu e Zhang (2014), que observaram o aumento do CR em países que apresentavam fortes regras de direito. Os autores também verificaram o impacto significativo do CR na adoção voluntária das IFRS, evidência que pode ser explicada em razão de essas empresas que já adotavam as

normas internacionais possuem incentivos subjacentes fortes, como a participação em mercados estrangeiros ou a adesão à listagem na bolsa, com o objetivo melhorar a comunicação com seus *stakeholders*.

A evidência do CR na adoção voluntária e mandatória das IFRS, identificada por Kosi, Pope e Florou (2010), mostrou aumento significativo no CR das medidas do balanço para os adotantes obrigatórios no período pós-adoção, aumento este que foi maior para as empresas europeias, se comparadas às empresas norte-americanas adotantes do IFRS. Esse efeito foi verificado também nos países com adoção obrigatória das IFRS cujo sistema legal é mais rigoroso. As empresas dos países que evidenciaram maior discrepância entre as normas locais e as IFRS apresentaram aumento significativo do CR, o que confirma a premissa de maior qualidade da informação contábil para os credores, visto que o modelo de CR identifica a capacidade das informações contábeis em estimar o risco de crédito.

No mercado de crédito brasileiro, foi observado que empresas maiores e com maior volatilidade dos resultados apresentaram maior CR (LIMA, 2015). A alavancagem e a cobertura de juros, medidas indicativas do risco de crédito, foram estatisticamente significativas antes e após a adoção das IFRS, com sinais dos coeficientes, respectivamente, negativo e positivo. Os resultados apontaram para o aumento da relevância da informação contábil no processo de avaliação do risco de crédito. Lima (2015), ao identificar o aumento da habilidade dos números contábeis em explicar o *rating* de crédito das empresas, também observou que houve a redução no custo do crédito e na probabilidade de exigência de garantia, o alongamento dos prazos de vencimento dos montantes concedidos e o aumento do montante médio captado pelas empresas. Porém, segundo Lima (2015, p. 144), essas evidências ocorrem somente quando há efetiva melhoria na qualidade dos demonstrativos, em vez da adoção das IFRS apenas como rótulo.

A perspectiva de que a relevância da informação contábil dos detentores de dívida não seja a mesma para os detentores de capital foi testada por Givolly, Hayn e Katz (2016), os quais verificaram que as variáveis do modelo de CR apresentaram maior relevância ao longo do tempo, em contraste ao VR, cujo conteúdo informacional diminuiu. Os autores atribuíram as razões para o aumento do CR aos aumentos do risco de crédito e da frequência de perdas. Ainda, Givolly, Hayn e Katz (2016) atribuíram aos achados a mudança na ênfase das normas do padrão contábil do lucro líquido (abordagem do resultado) para a avaliação dos ativos e passivos (abordagem do balanço) e ao aumento do conservadorismo ao longo das últimas quatro décadas, fatores que são reflexo das mudanças nas normas contábeis.

As pesquisas expostas atestam o CR por meio dos estudos antes e após a adoção das IFRS e na análise de normas específicas. Essas pesquisas adotaram como premissa a capacidade de as informações contábeis explicarem o risco de crédito, refletida nos *ratings* de crédito, medida utilizada na métrica para o CR.

2.3.1. Métricas para o *Credit Relevance*

A métrica que associa as informações contábeis com o risco de crédito e define o CR são os *ratings* de crédito, que foram definidos pela Standard & Poor (2012) como a opinião prospectiva sobre a qualidade de crédito de um devedor em relação a uma obrigação financeira. Essas classificações referem-se às opiniões dos analistas de crédito quanto ao grau de risco e quanto à capacidade financeira da empresa de pagar suas dívidas. Compreende-se, portanto, que os *ratings* são o reflexo da percepção dos analistas de crédito quanto ao risco de crédito de uma empresa, risco este associado à situação econômico financeira.

As primeiras pesquisas que utilizaram o modelo de CR (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2004; HAN; HEFLIN; SUBRAMANAYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010) incluíram como variáveis explicativas as medidas contábeis associadas ao risco de crédito. O objetivo do modelo foi identificar as necessidades informacionais para os credores e dados úteis na estimativa desse risco por meio das informações contábeis, principalmente em virtude da adoção das normas contábeis internacionais. O modelo de CR, apresentado por Hann, Lu e Subramanyam (2004) e Han, Heflin e Subramanayam (2007), foi aplicado com a finalidade de identificar o CR das medidas contábeis quando adotadas diferentes formas de contabilização dos planos de pensão. Assim, os autores estabeleceram o seguinte modelo, descrito na equação 3:

$$Rat_{i,t} = \alpha + \beta_1 Alav_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 CJ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

$Rat_{i,t}$ é a classificação do risco de crédito atribuída à empresa i no período t e codificada em valores ordinais a partir de CCC- (baixa capacidade de pagamento dos juros e principal) e até AAA (forte capacidade de pagamento dos juros e principal).

$Alav_{i,t}$ é o índice de alavancagem (exigível a longo prazo dividido pelo ativo total) da empresa i no período t ;

$ROA_{i,t}$ é indicador do retorno do ativo (lucro antes de itens extraordinários dividido pelo ativo total) da empresa i no período t ;

$CJ_{i,t}$ é o índice de cobertura de juros (fluxo de caixa operacional mais os juros pagos divididos pelos juros pagos) da empresa i no período t .

As primeiras pesquisas que relataram as associações entre os *ratings* de crédito e as informações contábeis identificaram que o ativo total, os indicadores de solvência, o giro e a margem previram corretamente os *ratings* de longo prazo (HORRIGAN, 1966). A correlação entre essas classificações de risco e a probabilidade de risco de crédito foi identificada por Kaplan e Urwitz (1979) quando observaram os ativos totais e a dívida sobre o passivo como medidas contábeis explicativas para os *ratings*. Ziebart e Reiter (1992), ao analisarem o impacto dos elementos da dívida e de informações contábeis nos *ratings* e nos rendimentos dos títulos de dívida, concluíram que a informação financeira afeta os *ratings*, e estes, por sua vez, fornecem um sinal sobre o risco de incumprimento de obrigações.

As razões da adequação dos *ratings* como *proxy* para o risco de *default* são descritas por Kosi, Pope e Florou (2010) e referem-se: à sua associação a *defaults* anteriores (HAND *et al.*, 1992; LIU; SEYYED; SMITH, 1999), ao fato de serem determinados por agências que avaliam a probabilidade de distribuição de fluxos de caixa futuros para os detentores de dívida (ASHBAUGH-SAIFE *et al.*, 2006), e à indicação da probabilidade de risco de crédito de toda a empresa, independentemente do grau de proteção aos credores (CHENG; SUBRAMANAYAM, 2008). Os *ratings*, portanto, refletem a perspectiva de menor ou maior risco de crédito das empresas, o que pode afetar a decisão do credor quanto ao provimento de capital.

A maioria das pesquisas realizadas para análise da relevância da informação contábil para o credor utilizou os *ratings* como variável resposta às medidas contábeis associadas ao risco de crédito, *proxy* da relevância contábil para os analistas de classificação de risco. No entanto, recentes estudos (BHAT; CALLEN; SEGAL, 2014; BAIK *et al.*, 2015; GIVOLY; HAY; KATZ, 2016) utilizaram como variáveis de resposta ao risco de crédito, respectivamente, o *spread* dos *bonds*, o *spread* e o prêmio do *credit default swap* (CDS) e *yield spread*, que correspondem aos instrumentos financeiros negociados no mercado de crédito e renda fixa. Essas variáveis citadas são consideradas *proxies* que abrangem a relevância contábil para os detentores dos títulos de dívida, adotadas com o objetivo de descrever o impacto das informações contábeis nas decisões desse grupo de credores.

Antes da elaboração do modelo de CR, as variáveis independentes incluídas no modelo descrito anteriormente, na equação 3, foram observadas por Ziebart e Reiter (1992). Os autores observaram que os índices de cobertura de juros, de rentabilidade do ativo e de endividamento representaram provável risco de inadimplência, afetaram diretamente o rendimento dos *bonds* e indiretamente esse rendimento por meio dos *ratings*. Além dessas variáveis, o tamanho da empresa também foi considerado por eles como fator determinante desse risco.

O modelo apresentado na equação 3 segue a premissa de que as variáveis contábeis podem determinar ou impactar o risco de crédito de uma empresa. Demais pesquisas (BHAT; CALLEN; SEGAL, 2014; BAIK *et al.*, 2015; GIVOLY; HAY; KATZ, 2016) também identificaram o impacto dessas variáveis no rendimento dos títulos de dívida. Se os números contábeis são relevantes na determinação dos *ratings*, espera-se que, no modelo apresentado (equação 3), a rentabilidade dos ativos (ROA) e a cobertura de juros tenham coeficientes positivos e que a alavancagem seja correlacionada negativamente com os *ratings* (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014; LIMA 2015). Assim, as empresas com maior rentabilidade e maior capacidade de pagamento dos juros de suas dívidas apresentam menor risco de crédito e, portanto, recebem melhor classificação nos *ratings*. Já as companhias com maior endividamento apresentam níveis de risco do negócio mais elevados e estão propensas a terem maior risco de crédito. Por conseguinte, serão atribuídos *ratings* mais baixos a essas empresas.

As evidências encontradas nos estudos de CR apresentaram resultados mistos nas variáveis citadas ao considerar o efeito das IFRS. A cobertura de juros foi significativa no modelo para as companhias que realizaram a adoção obrigatória (KOSI; POPE; FLOROU, 2010), resultado similar encontrado por Wu e Zhang (2014, p. 106) nas empresas com adoção obrigatória e após a obrigatoriedade das IFRS nas empresas com adoção voluntária.

A alavancagem não foi relevante para o credor após a adoção das IFRS nas empresas com adoção voluntária (WU; ZHANG, 2014), porém foi relevante para as empresas com adoção obrigatória (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014). A rentabilidade do ativo foi significativa para todas as companhias após as IFRS, no entanto o comportamento desse indicador foi distinto nas pesquisas. Kosi, Pope e Florou (2010) e Lima (2015) identificaram coeficientes positivos na variável de rentabilidade nos adotantes obrigatórios, conforme os pressupostos assumidos. Já Wu e Zhang (2014) verificaram que, após a adoção

das IFRS, nas empresas com a adoção obrigatória, a rentabilidade do ativo apresentou sinal negativo, enquanto nos adotantes voluntários o indicador apresentou sinal positivo.

Na identificação das informações contábeis relevantes no modelo do CR, além das variáveis expostas na equação 3, as pesquisas também incluíram os ativos tangíveis e os ativos totais (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014; LIMA, 2015) com o objetivo de controlar a sensibilidade do risco de crédito e a intensidade do uso de capital. Essa inclusão evidenciou o CR dos ativos tangíveis, os quais apresentaram coeficientes positivos, sugerindo que empresas com maior tangibilidade apresentam menor risco para o credor e um maior *rating* de crédito. Quando foram adotados os valores dos itens de propriedade, de planta e de equipamentos (PPE), essa variável permaneceu significativa (WU; ZHANG, 2014). Desse modo, o ativo tangível pode ser considerado uma medida que contribui para a estimativa do risco de crédito.

Os *ratings*, no contexto de CR, podem incorporar informações do balanço e do resultado com a finalidade de avaliar o grau de risco de crédito de uma empresa e também representam o impacto de dados contábeis associados a esse risco na opinião dos analistas de crédito. *Proxies* alternativas foram adotadas com o objetivo de descrever o impacto das informações contábeis, também associadas a esse risco, nas decisões dos credores e no mercado de crédito. Nota-se, assim, que o uso de *proxies* distintas para identificação da relevância contábil para os credores indica que esse tema ainda se encontra em desenvolvimento no contexto da adoção das normas IFRS, sendo possível que outras métricas sejam desenvolvidas e propostas com o objetivo de considerar a decisão de maior abrangência do credor, como a concessão de empréstimos e financiamentos.

A decisão de concessão de crédito está baseada na análise prévia de informações contábeis que indiquem a situação econômica e o nível de risco de crédito de uma empresa. Conforme exposto na estrutura conceitual da contabilidade (IASB, 2010), um dos objetivos dos relatórios financeiros é auxiliar os usuários a avaliar a liquidez e a solvência de uma entidade, contexto alinhado à relevância contábil para o credor. Além disso, a estrutura conceitual menciona que as informações financeiras devem fornecer informações úteis para os credores na tomada de decisões sobre o fornecimento de recursos para a entidade. Desse modo, as informações que afetam o risco de crédito, não só associadas ao CR, mas também à previsão de falências e dificuldades financeiras e nos contratos e *covenants* podem, conseqüentemente, ser úteis na decisão de provimento de capital às empresas pelos credores, decisão essa representada por meio dos créditos obtidos pelos mutuários.

2.4. Informações relevantes para os credores

As informações contidas no modelo de VR contribuem para estimar o valor da empresa e avaliar o impacto das informações contábeis nesse valor. O patrimônio e o lucro líquido fornecem informações para o investidor de que o desempenho atual impacta o valor de mercado atual ou futuro da empresa, função distinta do modelo de CR, cujos dados do modelo contribuem para estimar o risco de crédito. Baseado na estrutura teórica do modelo de VR (OHLSON, 1995), a relevância contábil para o investidor pode ser definida como a informação financeira capaz de alterar a expectativa deste usuário quanto ao desempenho de uma empresa, afetando sua decisão de negociação de ações e consequentemente, o preço das ações da empresa.

As informações contábeis associadas à estimativa do risco de crédito podem ser relevantes para os credores por empréstimos, pois suas decisões de provimento de capital baseiam-se em informações que geram expectativas de que a empresa tomadora de recursos tenha baixo risco de crédito. Ou seja, que traga perspectiva de que o mutuário não incorrerá em eventos como inadimplência, insolvência ou falência no futuro.

A relevância da informação contábil para o credor pode ser definida como a capacidade de um valor contábil alterar as expectativas desse usuário quanto ao grau de risco de crédito de uma empresa, afetando suas decisões de concessão de crédito. Segundo Cascino *et al.* (2014, p.18), a contabilidade é amplamente utilizada para o credor para avaliar as dificuldades financeiras e na contratação da dívida. Portanto, as informações consideradas relevantes para os credores, por sinalizarem o risco de crédito, são também associadas à previsão de falência e aos *covenants*.

2.4.1. Previsão de falência

As primeiras relações entre as informações contábeis e as previsões de falência foram apresentadas por Beaver (1966). O autor identificou que os dados contábeis auxiliaram na previsão da falência cinco anos antes de as empresas falirem, período citado por Altman (1968) como suficiente para mostrar que a posição econômico-financeira de uma empresa está se deteriorando.

As associações entre as informações contábeis e a falência permitiram o desenvolvimento de modelos de previsão baseados em dados contábeis, os quais evidenciaram a utilidade da contabilidade em identificar a probabilidade de ocorrência de falências por meio da adequada classificação das empresas falidas e não falidas. O modelo apresentado por Altman (1968) evidenciou que indicadores do capital de giro, lucros retidos, EBIT e valor de mercado sobre a dívida foram observados como medidas que mais contribuíram para essa classificação. Ainda segundo Altman (1968, p. 608), o uso do modelo contendo essas informações pode ajudar o credor a estimar o risco de crédito e a contribuir para sua decisão de concessão de empréstimos.

O modelo desenvolvido por Ohlson (1980) utilizou medidas do passivo (total e corrente), capital de giro e lucro líquido, além do ativo total dividido pelo produto nacional bruto (PNB). O autor identificou que todas essas medidas conseguiram prever corretamente empresas falidas no período de um ano antes da falência, sendo que as medidas do passivo total e do lucro líquido conseguiram prever corretamente dois anos antes do fato. Esses achados (BEAVER, 1966; ALTMAN, 1968; OHLSON, 1980) mostram que os dados contábeis foram úteis para estimar o risco de crédito, pois foi possível, por meio dessas variáveis contábeis, classificar as empresas com dificuldades financeiras. Portanto, a partir dessas evidências, é possível mencionar que as informações contábeis são medidas adequadas na estimativa do risco de crédito e possibilitam ao credor identificar, para a tomada de decisão de provimento de recursos econômicos, o grau do risco e a qualidade de crédito do mutuário.

Os consecutivos eventos de inadimplência do mutuário podem indicar o aumento do risco de crédito, portanto esses eventos atestam um dos sinais da potencial deterioração do desempenho econômico e financeiro da empresa. Berger e DeYoung (1997) identificaram que as entidades próximas da falência apresentaram grande proporção de valores inadimplentes. Dessa forma, presume-se que, para os credores, a inadimplência possa ser condição precursora de uma possível falência no futuro.

Os modelos de previsão de falência foram observados quando da adoção das normas FASB e IASB, no qual se verificou que o poder explicativo das informações contábeis de prever esses eventos foi afetado pelos padrões dessas normas. Beaver, McNichols e Rhie (2005) observaram que o aumento dos ativos e obrigações não reconhecidos, tal como os ativos intangíveis, e o aumento da discricionariedade nas empresas sob as normas do FASB, podem ter ocasionando a redução na capacidade de previsão no período de 1994 a 2002, se comparado ao período de 1962 a 1993. Entretanto, os autores identificaram que os modelos de previsão continuam robustos, principalmente se combinados com medidas de mercado.

As alternativas de reconhecimento e mensuração proporcionadas com a adoção das normas internacionais podem indicar fatores associados à ocorrência da menor capacidade preditiva das informações contábeis em prever dificuldades financeiras. Beaver, Correia e McNichols (2012) citam que essa evidência para a análise das normas do FASB pode ter ocorrido em razão de eventos e situações como a frequência de reavaliações, a intensidade de pesquisa e desenvolvimento (P&D) relativamente alta e a maior frequência de empresas com índices de *book-to-market* com valores distantes de um.

Os modelos de previsão de falência baseados em informações contábeis após a adoção das normas IFRS foram observado no Reino Unido. Jackson e Wood (2013) analisaram 13 modelos utilizados na literatura incluindo métodos de análise discriminante, *logit* e redes neurais. Os autores identificaram que as variáveis contábeis utilizadas nos modelos Altman (1968) e Ohlson (1980) apresentaram melhor capacidade de previsão por meio das redes neurais simples. Os autores constataram também que os modelos mais simples podem ser mais eficientes que os mais complexos em termos de variedades de variáveis e de construção matemática.

A inclusão de variáveis de mercado trouxe melhorias na capacidade preditiva dos dados contábeis. Beaver, McNichols e Rhie (2005) e Jackson e Wood (2013) mencionaram que esse fato pode ser explicado devido às formas de mensuração a valor justo e ao reconhecimento de ganhos e perdas no resultado, uma vez que as variáveis contábeis utilizadas nesses estudos corresponderam ao fluxo de caixa sobre a dívida, aos ativos totais, à rentabilidade do ativo (ROA), ao índice EBITDA e à alavancagem.

Apesar da evidência da redução da capacidade preditiva de previsão de falências (BEAVER; CORREIA; MCNICHOLS, 2012), os resultados observados pelos autores (BEAVER; MCNICHOLS; RHIE, 2005; JACKSON; WOOD, 2013) permitem inferir que os dados contábeis, quando associados às medidas econômicas, ainda são úteis nos modelos de previsão de falência. Desse modo, essas evidências podem confirmar a utilidade da informação contábil para o credor, pois, a partir da identificação das variáveis contábeis relevantes na previsão de falência, as quais permitem estabelecer a associação entre a contabilidade e o risco de crédito, há decisão do credor quanto à concessão de empréstimos e financiamentos.

2.4.2. *Covenants*

Uma vez identificados os fatores de risco de crédito e, sendo eles baseados nas informações contábeis, a contabilidade torna-se útil nos contratos de dívida, pois essas informações podem ser incluídas nas cláusulas restritivas desses contratos (*covenants*). Essas cláusulas permitem aos credores o acompanhamento da posição econômico-financeira do mutuário e visam manter seus recursos protegidos por meio do estabelecimento de limites para o cumprimento de determinado desempenho pelos devedores.

A utilização dos *covenants* é uma prática usual no mercado financeiro (MATHER; PEIRSON, 2006). Os *covenants* contábeis afirmativos limitam a ação do tomador de recurso por meio da especificação de valores ou de níveis máximos ou mínimos, baseados em números contábeis, enquanto os *covenants* contábeis negativos proíbem determinadas ações dos devedores, como o pagamento de dividendos, a emissão de novas ações, realização de investimentos em outras empresas ou a contratação de novas dívidas (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; FROST; BERNARD, 1989). Entre os contratos de dívida provenientes da base de dados da SEC de 1996 a 2005, Dou (2012, p. 11) verificou que mais de 50% dos *covenants* estavam baseados em números contábeis.

A maior parte dos *covenants* inclui limites máximos e mínimos para informações contábeis do balanço e do resultado, assim como indicadores (COTTER, 1998). Os *covenants* financeiros nos contratos de dívida privada que apresentaram maior frequência, segundo Mather e Peirson (2006, p. 298-301) foram o índice de cobertura de juros (78%) e o patrimônio líquido (49%). Já os menos frequentes foram o lucro líquido (5%) e os indicadores de rotatividade baseados no capital de giro (5%).

No entanto, ainda que esses parâmetros sejam estabelecidos, pode ocorrer a violação desses *covenants*. Beneish e Press (1995) identificaram que as empresas que tiveram prejuízos no ano e perdas nos dois últimos exercícios violaram os *covenants*. A respeito desse assunto, Silva (2008) afirma que as violações nos contratos de dívida no Brasil podem ser originadas mais por dificuldades financeiras do que por mudanças contábeis obrigatórias advindas da adoção das IFRS. Nesse contexto, Costello e Wittenberg-Moerman (2011) observaram que as empresas que corrigiram as violações por meio da republicação das demonstrações financeiras enfrentaram *covenants* mais rigorosos, enquanto as empresas que apresentaram baixa qualidade da informação contábil (identificada pela divulgação de deficiências nos controles internos) enfrentaram *covenants* menos restritivos, mas maiores taxas de juros e exigências adicionais de garantias.

Apesar de as violações dos *covenants* poderem ser atribuídas às dificuldades financeiras, as normas contábeis impactaram a utilidade das informações contábeis contidas nas cláusulas dos contratos de crédito. O uso de medidas contábeis em US-GAAP foi analisado nos contratos por Demerjian (2011), que identificou que a alavancagem, o patrimônio líquido e a relação corrente, que compunham mais de 80% dos *covenants* nos contratos de dívida, diminuíram para 32%, enquanto a cobertura de juros e a dívida sobre os ganhos passaram a compor 74% dessas cláusulas restritivas. Essas alterações indicam que, sob normas do FASB, as medidas contábeis do resultado, se comparadas às do balanço, foram mais relevantes para fins de contratação e mais úteis no monitoramento do mutuário pelo credor.

A constatação feita por Demerjian (2011) a respeito dos *covenants* baseados nas medidas de resultado pode ser explicada pela existência de outros dados contidos na demonstração do resultado que compensam os ajustes do lucro. Skinner (2011, p. 205) menciona que as cláusulas dos contratos baseadas no resultado podem ter permanecido úteis devido à maioria dos *covenants* usar dados do EBIT ou do EBITDA, que naturalmente isolam o efeito GAAP e ajustam os lucros. Demerjian (2011) menciona que as mudanças na definição de padrões que afetam a utilidade das demonstrações financeiras para contratação podem ser atribuídas aos ajustes mais complexos e mais numerosos no balanço (realizados pelos credores) do que nos resultados, o que, conseqüentemente, gera o pressuposto de maiores custos incorridos para os ajustes nas medidas do balanço do que nas medidas de resultado.

Há o argumento de que, em decorrência da inadequação dos números contábeis, os credores realizam ajustes nas demonstrações financeiras. Foi observado que, nas empresas adotantes dos US-GAAP, os credores ajustam a base dos ativos (LEFTWICH, 1983) e os *covenants* do patrimônio líquido (em função do lucro líquido positivo) (DICHEV; SKINNER, 2002), e também citam que os *covenants* de dívida empregam patrimônio líquido ou seu valor líquido (FRANKEL; SEETHAMRAJU; ZACH, 2008). Skinner (2011) cita que os ajustes são provenientes do efeito das normas contábeis apresentarem medidas de ativos e de passivos a valor justo, distantes do custo histórico, e que os ajustes, por serem conservadores, não necessariamente reduzem a relevância da informação contábil nos contratos de dívida, dado o ponto de vista de que o conservadorismo aumenta a utilidade das demonstrações contábeis na contratação da dívida.

Além do impacto das normas US-GAAP para o credor, a adoção das normas IFRS também impactaram os termos dos contratos de dívida. Chen *et al.* (2015, p. 4-5) observaram que a adoção obrigatória das IFRS impactou as cláusulas dos contratos por meio de: reduções no prazo do empréstimo, no uso de *covenants* financeiros com base em medidas contábeis, e o aumento da probabilidade de empréstimos com garantias e de créditos retidos por *lead arrangers*.¹ Os autores identificaram que essas mudanças foram mais pronunciadas nos mutuários identificados com menor qualidade contábil. Desse modo, os impactos advindos da adoção das IFRS, refletidas nas alterações dos termos dos contratos de dívida e nas *covenants* contábeis, sugerem que há influência das informações contábeis nas decisões do credor por empréstimo.

Como uma das propriedades da qualidade da informação contábil é a utilidade da contabilidade nos contratos de crédito, a literatura de *covenants* pode contribuir para avaliar também a relevância da informação contábil para o credor. Ball, Li e Shivakumar (2015) identificaram que, na adoção das normas IFRS, tanto os *covenants* associados ao balanço, quanto os associados ao resultado, apresentaram declínio. Essa redução dos *covenants*, segundo os autores, foi observada de forma mais pronunciada nos bancos, sendo tal evidência coerente com a maior exposição dos bancos ao valor justo de seus ativos e passivos. Ao analisarem os contratos de títulos de dívida e os de empréstimos, os autores verificaram que o reduzido uso de medidas contábeis nos contratos dos títulos é, pelo menos em parte, substituído por uma maior dependência de cláusulas restritivas baseadas nas dívidas, enquanto a redução de *covenant* contábil nos empréstimos leva à substituição de *covenants* contábeis por *covenants* não contábeis.

Apesar da redução de informações contábeis para fins de contratação, as alterações nos contratos de crédito quando são associadas às características das empresas, tais como tamanho, rentabilidade e alavancagem, podem evidenciar se essas variáveis contábeis contribuem para a estimativa do risco de crédito e se podem, consequentemente, atestar a relevância contábil para os credores. Chen *et al.* (2015, p. 4-5) observaram que empresas mais alavancadas estão associadas ao maior *spread*, à maior probabilidade de que empréstimos tenham colateral e ao maior uso de *covenants* contábeis nos contratos; as empresas mais rentáveis (ROA) apresentaram associação inversa com *spread*, colateral e uso de *covenants*.

---

¹ *Lead arranger* corresponde àquele que gera o empréstimo, negocia os termos do contrato com o mutuário e organiza um grupo de credores (dois ou mais participantes), em que cada um dos participantes financia uma parte do empréstimo e é uma contraparte do contrato de empréstimo (GOLAPAN, NANDA e YERRAMILI, 2008).

Os autores também identificaram que empresas com maior tangibilidade têm relação com menor *spread* e maior uso de *covenants* contábeis. Esses indicativos mostram que o uso de *covenants* baseados em medidas contábeis diminui quando a empresa é mais rentável e aumenta quando a empresa possui maior intensidade de capital e apresenta maior alavancagem. Assim, as características da empresa associadas às alterações nos termos dos contratos e ao uso de *covenants* contribuem para evidenciar as variáveis contábeis relevantes para os credores por empréstimos e que compõem seu modelo de relevância contábil (VRC).

As pesquisas mencionadas, ainda que tenham mostrado a redução do uso dos *covenants* contábeis após a adoção das IFRS, também evidenciaram que as medidas de resultado, tais como o EBITDA e a cobertura de juros, ainda permanecem relevantes (DEMERJIAN, 2011) e ainda são adotadas nos contratos (MATHER; PEIRSON, 2006; DOU, 2012), sendo, portanto, relevantes para as decisões do credor. A literatura também mostrou que algumas informações e indicadores contábeis referentes a características das empresas como os ativos tangíveis, rentabilidade do ativo e alavancagem estão associados à quantidade e à frequência do uso desses *covenants* (BALL *et al.*, 2015). As informações do EBITDA, da cobertura de juros, da alavancagem e dos ativos tangíveis, por impactarem os termos dos contratos de dívida e os *covenants*, podem ser consequentemente úteis na estimativa do risco de crédito e influenciarem a decisão do credor quanto ao provimento de capital. Assim, esses dados contábeis citados, os quais alguns também compõem o modelo de CR, são adotados no modelo de VRC, proposto nesta tese.

2.5. Hipóteses da pesquisa

2.5.1. A relevância contábil para investidores e credores

A Estrutura Conceitual (IASB, 2010) estabelece que as demonstrações contábeis elaboradas e divulgadas sob as normas IFRS têm por objetivo fornecer informações úteis para a tomada de decisão. Esse pronunciamento estabelece o mesmo grau de importância ao credor e ao investidor quanto à utilidade do relatório financeiro para fins de propósito geral. As literaturas de *value relevance* (VR) e de *credit relevante* (CR) confirmaram que as informações contábeis são úteis para o investidor e para um dos grupos de credores.

No entanto, as informações contidas nos modelos CR e de VR são utilizadas por esses usuários para diferentes propósitos, respectivamente, para avaliar o risco de crédito e para avaliar valor de mercado da empresa. O modelo de VR também identifica quais informações são relevantes para o investidor em suas decisões de provimento de capital. O modelo de relevância da informação contábil para o credor por empréstimo (VRC), proposto nesta tese, segue os pressupostos do modelo do CR de que as informações contábeis úteis para o credor contribuem para estimar o risco de crédito, sendo que, no caso do modelo proposto, as informações que impactam esse risco afetam as decisões de provimento de capital por meio da concessão de crédito. Assim, é possível que as informações contábeis relevantes para os investidores e credores sejam diferentes, afirmação descrita na hipótese geral da pesquisa (H_1), a qual estabelece que:

***H₁:** As informações contábeis relevantes nos modelos de decisão dos investidores e credores são diferentes em condições gerais.*

Embora investidores e credores tenham a contabilidade como fonte de informações em comum com o objetivo de minimizar seus riscos e de assegurar a proteção e o retorno sobre seus recursos econômicos fornecidos, eles podem usar informações contábeis diferentes para esses fins e em suas decisões de provimento de capital. Cascino *et al.* (2013, p. 8) menciona que diferentes fornecedores de capital têm necessidades de informação muito diferentes. Assim, conforme exposto na fundamentação teórica, os distintos mecanismos de proteção adotados por esses provedores de capital e as evidências de diferentes necessidades informacionais desses usuários reforçam a afirmação estabelecida na hipótese de que os dados contábeis relevantes para os investidores e credores são diferentes.

As decisões de provimento de capital dos investidores e credores envolvem, respectivamente, a negociação de ações e a concessão de crédito. Para o investidor, as decisões são refletidas no preço das ações. No caso do credor, para o modelo proposto, a decisão envolve a concessão do crédito e o montante concedido.

As informações contábeis associadas ao risco de crédito permitem determinar a capacidade de crédito dos mutuários, classificando-os como aceitáveis ou não, visto que a decisão de empréstimos pelo banco, de acordo com Beaver (1966), pode ser vista como uma escolha dicotômica. Essa decisão implica também a alteração do volume de recursos financeiros concedidos pelo credor às empresas. Assim, as *proxies* de decisão dos credores por empréstimos podem ser estabelecidas por meio da decisão do banco em conceder ou não

empréstimos e financiamentos às empresas e da decisão do volume desses recursos a serem liberados.

2.5.2. O *enforcement* e a relevância contábil para os credores

A adoção das normas IFRS trouxeram benefícios informacionais derivados dos impactos observados referentes à sua aplicação. Barth, Landsman e Lang (2008, p. 496), ao analisar empresas que adotaram e não adotaram essas normas, verificaram que as empresas que aplicaram o IAS apresentaram menor alisamento dos resultados, menor gerenciamento dos resultados, reconhecimento mais oportuno das perdas e maior associação de valores contábeis com os preços das ações e os retornos. Daske *et al.* (2008, p. 1085) verificaram que a mudança nos padrões das normas contábeis, quando combinada com incentivos apropriados para a elaboração de relatórios, indicou o aumento da liquidez de mercado, a redução no custo de capital e o aumento nas avaliações das ações. Esses fatos observados demonstram parte das evidências relacionadas às propriedades da qualidade da informação contábil.

Diferentemente do observado por Daske *et al.* (2008), Christensen, Hail e Leuz (2013) não encontraram nenhuma evidência de benefícios de liquidez em países não membros da UE que adotaram IFRS, mesmo quando estes apresentaram sistemas legais fortes ou forte histórico de implementação de regulação (maior *enforcement*). Os autores observaram que o efeito de liquidez (maior liquidez) na introdução das IFRS limitou-se a cinco países da UE que, simultaneamente, fizeram alterações substanciais na aplicação de relatórios. A disparidade apresentada nesses achados traz indícios de que os benefícios informacionais e econômicos podem não ocorrer caso não haja a efetiva aplicação das normas contábeis.

A adoção das IFRS, associada ao grau de *enforcement*² existente nos países, gerou diferentes efeitos nas propriedades da qualidade da informação contábil. Os países com maior *enforcement* apresentaram maior alisamento do resultado, redução da volatilidade do resultado em comparação à volatilidade dos fluxos de caixa, redução no reconhecimento de perdas e aumento dos *accruals* (AHMED; NEEL; YANG, 2013, p. 1345), o que contraria os achados de Barth, Landsman e Lang (2008). O grau de *enforcement* também foi associado aos resultados da comparabilidade na adoção obrigatória de IFRS. As análises realizadas por

---

² O *enforcement* é uma medida de quanto os agentes confiam e respeitam as regras de direito, em particular, a execução dos contratos, leis e direitos de propriedade (The World Bank Group©, 2017; <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>). O *enforcement* é a medida de percepção dos agentes em um país quanto ao cumprimento e execução efetiva de normas e leis (KAUFMANN, KRAAY; MASTRUZZI, 2007).

Cascino e Gassen (2015, p. 242 e 277) indicaram que o *enforcement* de um país complementa os incentivos de *compliance*. Assim, pode-se afirmar que o *enforcement* exerce influência nas propriedades da qualidade da informação contábil, entre elas a relevância da informação contábil para o credor.

No ambiente informacional do credor, após adoção das IFRS, a influência do *enforcement* foi observada na estimativa de risco de crédito (CR) e nos contratos de dívida. Na influência na estimativa de risco, Kosi, Pope e Florou (2010) verificaram o aumento na relevância da rentabilidade do ativo nas empresas dos países com adoção obrigatória e com maior *enforcement*, e Wu e Zhang (2009) identificaram que as classificações de risco, definidas pelos analistas de crédito, foram mais sensíveis às informações contábeis quando o *enforcement* é forte nas empresas com adoção voluntária.

Nos contratos de dívida, Ball, Li e Shivakumar (2015) identificaram que, nas empresas cujos países possuem grau de *enforcement* mais alto, os *covenants* baseados em números contábeis não apresentaram decréscimo. Hong, Hu e Zhang (2016) verificaram que os acordos de dívida são mais prevalentes em países com maior *enforcement* e onde os direitos de credores são mais fracos, sugerindo que o *enforcement* facilita e que os direitos dos credores substituem o uso de *covenants*. Os autores constataram também que o efeito do *enforcement* sobre os *covenants* é impulsionado principalmente por *covenants* que preservam a senioridade e o capital.

Entretanto, nos países com baixo *enforcement*, as evidências indicam que as informações contábeis podem não ter sido relevantes para a estimativa de risco de crédito (WU e ZHANG, 2014). Igualmente, nessas condições as informações não foram relevantes para os credores para fins de contratação, uma vez que Ball, Li e Shivakumar (2015) verificaram que o baixo *enforcement* afetou negativamente a eficácia dos números contábeis para uso em contratos de dívida, fato atribuído pelos autores ao possível aumento da discricionariedade.

As evidências da influência do *enforcement* na estimativa de risco de crédito (CR) e nas *covenants* indicam que o cumprimento efetivo das normas IFRS tornam as informações contábeis relevantes para os credores, pois, além das variáveis do modelo de CR terem sido significativas, não houve decréscimo dos *covenants* contábeis na condição de maior *enforcement*. Porém, as informações contábeis para o credor não são relevantes quando há o baixo *enforcement*, pois existe o risco informacional subjacente nessa condição, em os mutuários, ao não cumprir efetivamente as normas, podem gerar informações distorcidas e não confiáveis, e, conseqüentemente tornar os dados contábeis menos úteis para os credores

em suas decisões de provimento de capital. Desse modo, considerando esse contexto, foi descrita a seguinte hipótese (H₂):

H₂: Nas empresas cujos países têm menor enforcement, as informações contábeis são menos relevantes para os credores por empréstimos.

O *enforcement* é uma medida de quanto os agentes respeitam a execução dos contratos, leis e direitos de propriedade, particularmente, no caso desta pesquisa, o cumprimento efetivo das normas IFRS. De acordo com Marton e Runesson (2017), na avaliação de padrões contábeis que envolvem diferentes níveis de julgamento, é importante considerar a interação de padrões com incentivos e execução. No caso dos credores, como os relatórios de perdas de crédito envolvem julgamento e essas perdas têm significância econômica, é útil analisar o efeito combinado de padrões, aplicação e incentivos. Desse modo, como *enforcement* pode ser considerado um parâmetro dessa combinação, a adoção das IFRS nas empresas de países caracterizados por menor *enforcement* pode gerar expectativa para esse usuário de menor qualidade da informação contábil nos relatórios contábeis, e, por isso, consequentemente, sinalizar maior risco informacional. Esse contexto, portanto, reforça a afirmação exposta na Hipótese 2 (H₂), de que as informações contábeis são menos relevantes para os credores por empréstimos na condição de baixo *enforcement*.

2.5.3. A alavancagem e a relevância contábil para os credores

A escolha de determinada estrutura de capital pela empresa pode alterar as decisões dos credores quanto ao provimento de recursos financeiros. Na hipótese do endividamento, de acordo com Watts e Zimmerman (1986), o maior grau de alavancagem torna propícia a conduta dos gestores da empresa em escolher procedimentos que aumentem os resultados correntes. Isso ocorre porque a intenção da empresa é gerar sinais de que ela não violará as cláusulas dos contratos de dívida. Esse contexto, segundo Harris e Raviv (1991, p. 321) contribuiria para a redução da assimetria informacional e indicaria que os aumentos no valor da liquidação (associados à redução nos custos de inadimplência) tornariam mais provável que a liquidação fosse a melhor opção devido ao aumento no valor da empresa.

Todavia, os credores por empréstimos podem conseguir mais facilmente informações adicionais e via informações privadas (BALL *et al.*, 2008; DEMIROGLU; JAMES, 2010;

CHEN *et al.*, 2015; HONG *et al.*, 2016). Por isso, a premissa de que a maior alavancagem gera menor assimetria pode não ser aplicável a esses credores. Ainda, não é possível afirmar que os credores por empréstimos tenham preferência pela liquidação da empresa.

As evidências do impacto da alavancagem no mercado de crédito mostraram que as empresas com índices de alavancagem mais elevados apresentaram maior risco de inadimplência e enfrentaram maior custo de financiamento bancário (Graham *et al.*, 2008). Graham *et al.* (2008) também afirmaram que o aumento do custo das atividades de monitoramento é repassado para os mutuários por meio do aumento das taxas. Chen *et al.* (2015) verificaram que empresas mais alavancadas têm maior *spread*, maior probabilidade de que empréstimos tenham colateral e maior uso de *covenants* contábeis nos contratos. Nota-se, portanto, que as evidências para o credor estão associadas ao impacto da alavancagem no mercado de crédito e nas *covenants*, porém, ainda não há evidências da influência da alavancagem nas informações contábeis úteis nas decisões desse usuário referentes ao provimento de capital.

A decisão de concessão de crédito pode ser alterada caso o tomador de recurso apresente alavancagem muito alta, situação que expõe esse mutuário ao risco de crédito. De acordo com Beaver (2005; 2012), a probabilidade de falência e de inadimplência aumenta com alavancagem. Já uma melhoria nas perspectivas da empresa leva a um aumento do valor do capital próprio, resultando, assim, em uma diminuição da alavancagem e do risco de crédito (Demirovic *et al.*, 2015). Portanto, as afirmações indicam que, para o credor, a alta (baixa) alavancagem sinaliza o maior (menor) risco de crédito, consequentemente, essas condições impactam a decisão de concessão de crédito e a decisão quanto ao volume (montante) de recursos financeiros a serem fornecidos por meio de empréstimos e financiamentos. Assim, estabeleceu-se na hipótese 3 (H₃) que:

H₃: *Quando há maior alavancagem nas empresas, as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos.*

A maior alavancagem de uma empresa pode conduzir à redução no desempenho desta, principalmente se esse aumento está associado a maiores custos da dívida, fator que predispõe a empresa ao risco de crédito. De acordo com Dimitrov e Jain (2008), as empresas com o maior aumento de alavancagem têm o pior desempenho em termos de ganhos. Desse modo, a redução da capacidade de pagamento futuro de um mutuário pode gerar maior relevância da informação contábil para o credor, uma vez que a condição de risco de crédito

impõe a necessidade de que esse usuário verifique o nível desse risco e o grau da capacidade financeira atual do mutuário.

2.5.4. A classificação dos *ratings* e a relevância contábil para os credores

O risco de crédito compõe um dos parâmetros de decisão dos credores. Com a adoção das IFRS, as alternativas disponíveis para o reconhecimento e a mensuração de ativos e passivos, bem como de ganhos e perdas no resultado das empresas, podem afetar as percepções dos credores quanto a esse risco. Os estudos de *credit relevance* (CR) confirmam que as informações contábeis são úteis nas estimativas do risco de crédito. Esse risco pode ser reconhecido, portanto, como um dos principais elementos considerados pelos credores por empréstimos em suas decisões de provimento de capital.

As medidas contábeis associadas ao *default* e à previsão de falências contribuem para expor o nível do risco de crédito de uma empresa. Uma das formas de também identificá-lo é por meio do *rating* de crédito, definido pela Standard & Poor (2012) como a opinião prospectiva sobre a qualidade de crédito de um devedor em relação a uma obrigação financeira e como a capacidade de uma empresa em honrar suas obrigações financeiras integralmente e no prazo determinado.

Os credores utilizam as informações das agências, segundo Doedens (2012), juntamente com a coleta de suas próprias informações sobre os mutuários, além das exigências e restrições incluídas nas *covenants*. De acordo com Brito *et al.* (2010), quanto mais baixo o *rating* de uma empresa, mais restritivas serão as condições sob as quais o credor concederá crédito, principalmente em relação a volume, prazo, taxa de juros, garantia e *covenants*. Nesse contexto, Murcia *et al.* (2013) cita que um *downgrade* conduz a um aumento no custo esperado do empréstimo para a companhia. Por sua vez, Jorion, Shi e Zhang (2009) identificaram que, nas empresas classificadas como *investment grade*, os indicadores comumente utilizados para os credores perderam a relevância, constatação não identificada naquelas com grau especulativo.

As alterações das normas IFRS também impactaram os *ratings*. Cotten *et al.* (2013) identificaram a redução dessas classificações devido às mudanças na contabilização dos arrendamentos operacionais, enquanto a Doedens (2012) verificou que o tratamento de pesquisa e desenvolvimento impactou positivamente os *ratings*. Kosi, Pope e Florou (2010) citam que os *ratings* estão mais estreitamente alinhados com os números sob as normas IFRS

e que podem antecipar pelo menos alguns efeitos dessas alterações normativas. A partir desses resultados e das evidências do *credit relevance*, pode-se admitir que os *ratings* captam as informações contábeis reconhecidas e divulgadas sob as normas IFRS.

A atribuição de baixas classificações de *rating* pelas agências de risco a uma empresa pode afetar utilidade das informações desta para o credor devido ao indicativo de maior risco de crédito. Nesse contexto, a hipótese 4 (H_4) estabeleceu que:

***H₄:** Quando há atribuição de uma baixa classificação dos ratings de crédito às empresas, as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos.*

A condição de maior risco de crédito, analisada por meio das baixas classificações de *ratings*, incluem empresas que já obtiveram créditos e emitem títulos de dívida. Esse contexto diferencia a situação analisada no risco de crédito por meio da alavancagem, na qual todas as empresas foram incluídas independentemente de negociarem suas dívidas no mercado. Segundo Armstrong *et al.* (2010), as empresas que possuem títulos de dívidas negociados no mercado de crédito muitas vezes estão sujeitas aos regulamentos da SEC. Por isso, é possível que essas empresas apresentem requisitos de divulgação mais rígidos para seus demonstrativos contábeis.

3 PROCEDER METODOLÓGICO

Esta seção apresenta a forma como foi realizada a composição da amostra da pesquisa e quais os procedimentos realizados para sua adequação na análise. Em seguida, são descritas as variáveis da pesquisa e os resultados esperados a partir das constatações empíricas evidenciadas na literatura. Por fim, são apresentados os modelos aplicados para obtenção dos resultados e que propiciaram a realização da análise.

3.1. Amostra e dados

A amostra da pesquisa foi composta por companhias de capital aberto de 25 países que adotaram obrigatoriamente as normas contábeis internacionais até 2010. Foram escolhidas as empresas que adotaram obrigatoriamente as normas contábeis internacionais porque o *enforcement* foi uma das condições avaliadas para identificar quais as informações contábeis foram relevantes para os credores. O *enforcement* é definido como todos os procedimentos em vigor a fim de assegurar a aplicação adequada dos princípios e padrões contábeis (FEE, 2001; GISBERT; SALOTTI, 2014). Como a adoção é mandatória, pressupõe-se que os requisitos normativos das IFRS sejam cumpridos. Contudo, o baixo *enforcement* de um país identificaria que as empresas localizadas neste, mesmo adotando as normas IFRS obrigatoriamente, podem não exercer efetivamente os padrões contábeis estabelecidos nas IFRS.

O *enforcement* é uma medida que compõe a base de dados da *World Bank's World Governance Indicators*, desenvolvida por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2007) em que captura as percepções sobre a medida de confiança e respeito às regras em sociedade. Especificamente para o tema dessa pesquisa, essa medida constitui no cumprimento das normas IFRS, pois conforme Marton e Runesson (2017), os padrões de contabilidade que permitem que mais julgamentos sejam assumidos funcionam melhor com maior *enforcement*.

A seleção dos países contemplou *a priori* a análise documental das informações divulgadas pelo IASB e atualizadas até a data de 3 de março de 2015. Cada documento disponibilizado pelo IASB refere-se ao perfil de jurisdição de um país (*Jurisdiction Profiles*), o qual é utilizado para avaliar o progresso de cada país em direção aos padrões globais de

contabilidade. Esses documentos são elaborados a partir de respostas oferecidas pelos órgãos normativos e por outros órgãos de cada país referentes ao questionário desenvolvido pela Fundação IFRS, que convida os respondentes a revisar e atualizar as informações.

Essa análise foi realizada nesta pesquisa com a finalidade de verificar os países que adotaram as normas IFRS de forma obrigatória (*status required*) e se essas normas foram ou não incorporadas às leis ou regulamentações nos países, sendo observados os seguintes itens do documento elaborado pela Fundação IFRS:

- “Compromisso com as normas globais de relatórios financeiros”
  - Qual é o *status* da adoção?
- “Extensão da aplicação das normas IFRS”
  - Para empresas locais cujos títulos de dívida ou ações são negociados publicamente: as empresas nacionais cujos títulos são negociados no mercado público têm exigência ou permissão de utilizar as IFRS em suas informações consolidadas?
- “IFRS *Endorsement*”:
  - As IFRS foram incorporadas às leis ou regulamentações?

Assim, foram escolhidos os países que adotaram obrigatoriamente as IFRS, os que incorporaram essas normas contábeis em suas leis e regulamentações, e, ainda, aqueles países cujas empresas possuíam participação de títulos no mercado de crédito e de capitais. As empresas com adoção das US-GAAP não foram incluídas, pois, para análise do *enforcement*, seria necessária a inclusão de empresas de outros países que também adotassem esse GAAP para fins de comparação. A inclusão de empresas cujos países adotaram as normas IFRS visou também garantir a uniformidade na análise dos dados.

Após a análise documental foi verificada a disponibilidade dos dados (preço da ação e financiamento obtido) das empresas desses países na base de dados *Thomson Reuters Eikon*® no período objeto de análise: de 2010 a 2015. A escolha do período objetivou evitar os efeitos de longa duração, como a crise financeira de 2008 e outros eventos correlatos.

Ainda na seleção dos dados, foram incluídos os países que continham no mínimo 30 empresas no ano para compor a análise. O Quadro 1 apresenta a quantidade de empresas analisadas por país para análise da relevância contábil, referente à amostra para análise do modelo do investidor (VR) e referente à amostra para análise do modelo do credor (VRC), totalizando respectivamente 6.024 e 4.853 empresas.

Países	Amostra do modelo VR	Amostra do modelo VRC	Países	Amostra do modelo VR	Amostra do modelo VRC
África do Sul	180	141	França	522	447
Alemanha	408	334	Grécia	157	140
Austrália	1.291	824	Israel	241	197
Áustria	41	38	Itália	181	165
Bélgica	68	55	Noruega	141	118
Brasil	165	158	Nova Zelândia	78	65
Bulgária	39	37	Países Baixos	67	59
Chile	93	91	Polônia	325	304
Croácia	35	30	Portugal	40	40
Dinamarca	83	64	Reino Unido	1040	813
Espanha	102	102	Suécia	369	298
Filipinas	109	82	Turquia	143	149
Finlândia	106	102	TOTAL	6.024	4.853

Quadro 1: Número total de empresas analisadas por país para análise de cada modelo

VR: modelo de relevância da informação contábil para o investidor.

VRC: modelo relevância da informação contábil para o credor.

Os dados referentes às amostras para o investidor e para o credor foram coletados nas demonstrações financeiras e nos indicadores de mercado da base de dados *Thomson Reuters Eikon*®. A frequência dos dados que compõem a base é anual e corresponde às demonstrações contábeis consolidadas. De acordo Goncharov, Werner e Zimmermann (2009), as contas consolidadas comparadas às individuais indicam ser melhor preditoras dos efeitos econômicos, inclusive quanto à capacidade desse tipo de dado de prever as variações nas probabilidades de *default*.

O processo para composição da amostra foi realizado por meio dos seguintes procedimentos:

1°. Inclusão das empresas que continham as variáveis dependentes em ao menos um dos períodos da análise (2010 a 2015) e as respectivas variáveis independentes correspondentes aos modelos adotados;

2°. Exclusão dos valores do patrimônio líquido negativo;

3°. Exclusão de *outliers* de todas as variáveis (até 3% dos extremos de cada variável, equivalente a até 1,5% do limite superior e até 1,5% do limite inferior do intervalo interquartil), exceto da variável de controle correspondente à taxa livre de risco.

A amostra para análise do VR e do VRC foi elaborada em função da disponibilidade de informações, respectivamente, do preço da ação e do financiamento obtido em pelo menos um dos períodos da análise. Os dados negativos do patrimônio foram excluídos com objetivo de não causar um cálculo inapropriado do indicador da alavancagem e de não prejudicar a análise dos resultados dos coeficientes desse índice e do patrimônio líquido nos modelos.

Os *outliers* são observações que não estão em conformidade com o padrão sugerido pela maioria das observações em um conjunto de dados. A exclusão dos *outliers* das variáveis

foi realizada por meio da análise dos limites inferior e superior baseada no intervalo interquartil de cada variável. Os dados identificados acima ou abaixo desses limites (extremos de cada variável) foram excluídos, limitando-se ao corte de até 3% dos extremos de cada variável. Esse procedimento também foi utilizado por Chave e Thompson (2003), que usaram técnicas de detecção e de remoção de *outliers* por IQR (*interquartile range* dos resíduos), considerando a eliminação de observações fora das “cercas” estabelecidas (*outer fences*), denominadas *severe outliers*.

A exclusão de *outliers* visou evitar que esses dados pudessem distorcer as estimativas dos parâmetros dos modelos da análise, invalidar estatísticas de teste ou levar a inferência estatística incorreta. Fávero (2014) cita que a não exclusão dessas observações pode resultar em conclusões errôneas por parte do pesquisador, reduzindo, assim, a possibilidade de generalização dos resultados.

Esse procedimento foi realizado nas variáveis independentes e dependentes. Além de não terem sido observados *outliers* nas variáveis dependentes (preço da ação e financiamento obtido), os baixos desvios dos valores estimados de suas distribuições cumulativas empíricas e teóricas (Apêndice 3) indicam, segundo Fávero (2014), que esses dados apresentam distribuição próxima à normal, o que também contribui para eficácia das estimativas dos parâmetros do modelo de regressão múltipla.

O número de observações que compuseram a amostra para análise do investidor e do credor referentes à análise da Hipótese 1 (H_1) são apresentadas na Tabela 1. Ressalta-se que a H_1 verifica se as informações contábeis relevantes nos modelos de decisão dos investidores e dos credores por empréstimos são diferentes.

Tabela 1: Elaboração da amostra do investidor e do credor para H_1

<i>Painel 1: Dados para o modelo do investidor</i>	
Total de observações	288.678
(-) Valores negativos do PL	(1.818)
(-) <i>Outliers</i>	(4.642)
= <i>Amostra geral para análise do investidor</i>	282.218
<i>Painel 2: Dados para o modelo do credor</i>	
Total de observações	193.295
(-) Valores negativos do PL	(1.768)
(-) <i>Outliers</i>	(3.309)
= <i>Amostra geral para análise do credor</i>	188.218

Para a análise da Hipótese 2 (H_2), da 3 (H_3) e da 4 (H_4), foram compostas diferentes amostras referentes aos dados do modelo do credor, apresentados na Tabela 2. A H_2 prescreve que, nas empresas de países cujo *enforcement* é menor, as informações contábeis são menos

relevantes para os credores por empréstimos. Para verificação dessa hipótese, a amostra foi separada em dois grupos, constituídos dos países com maior e com menor *enforcement*. Essa separação foi executada a partir das seguintes etapas:

- 1°. Obtenção do indicador referente ao *enforcement* de cada país incluído na análise no período de 2010 a 2015 (base de dados *Worldwide Governance Indicators*, Word Bank – Apêndice 7);
- 2°. Cálculo da mediana para cada país correspondente ao período da análise;
- 3°. Cálculo da mediana geral (a partir do resultado da etapa 2);
- 4°. Classificação dos países a partir da mediana geral (item 3), em que, para países com valores acima da mediana geral, foram atribuídos “maior *enforcement*”, e para os países com valores abaixo da mediana geral foram atribuídas a classificação de “menor *enforcement*”.

Esse procedimento, adotado para a análise da H₂, permitiu avaliar se a efetividade no cumprimento das normas IFRS impactou as informações contábeis relevantes para o credor.

Tabela 2: Elaboração da amostra do credor para H₂, H₃ e H₄

Painel 3: Dados para a análise da H₂	
Amostra geral	188.218
=Amostra para países com maior <i>enforcement</i>	121.970
=Amostra para países com menor <i>enforcement</i>	66.248
Painel 4: Dados para a análise da H₃	
Amostra geral	188.218
(-) Dados faltantes ou com valor zero para alavancagem	(5.906)
= Amostra referente à alavancagem	182.312
= Alta alavancagem	91.243
= Baixa alavancagem	82.508
Painel 5: Dados para a análise da H₄	
Amostra geral	188.218
(-) Empresas que não apresentaram ratings	(171.877)
= Amostra referente às empresas com rating	16.341
Baixa classificação de rating (maior risco de crédito)	4.716
Alta classificação de rating (menor risco de crédito)	9.146

A H₃ descreve que, quando há maior alavancagem nas empresas, as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos. Para análise dessa hipótese, foram criados dois grupos, classificados a partir do valor da mediana da alavancagem. Valores maiores e menores do que as medianas correspondem, respectivamente, às condições de maior e menor alavancagem.

A H₄ estabelece que, quando há atribuição de baixa classificação dos *ratings* de crédito às empresas, as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos. Para averiguar esse argumento, as observações foram separadas em dois grupos

amostrais baseados nos dados do *rating* (Apêndice 8) referentes à baixa classificação (maior risco de crédito) e alta classificação de ratings (menor risco de crédito).

As agências de risco avaliam, por meio dos *ratings*, a condição de pagamento de dívidas das companhias que emitem títulos de dívida, classificando esses diferentes emissores quanto ao grau de risco de crédito. Assim, os *ratings* adotados correspondem à classificação realizada pela Standard & Poor (2012), que os define como a opinião prospectiva sobre a qualidade de crédito de um devedor em relação a uma obrigação financeira e a capacidade da empresa em honrar com suas obrigações financeiras, integralmente e no prazo determinado. As recentes pesquisas realizadas utilizaram o *rating* como *proxy* da decisão dos analistas de agências de classificação de risco de crédito, medida adotada como variável dependente no modelo de *credit relevance* (CR). Por isso, optou-se por utilizar o *rating* como *proxy* para risco de crédito e como variável independente na H₄.

3.2. Variáveis

3.2.1. Variáveis dependentes

Os modelos aplicados ao VR, em sua maioria, analisaram o ponto de vista do investidor. Nesses modelos, parte-se do pressuposto de que as informações contábeis geram alterações nas expectativas do investidor quanto à situação econômico-financeira de uma empresa e, com efeito, influenciam na tomada de decisões desses usuários quanto ao provimento de capital. Essas decisões estão refletidas no preço das ações ou no valor de mercado da empresa, medidas essas utilizadas como *proxies* para as decisões do investidor. Neste estudo, a *proxy* utilizada para o investidor foi o preço da ação no período corrente (*t*) baseada nas informações contábeis do mesmo período (*t*). No VR, o modelo de preço, conforme Kothari e Zimmerman (1995), tem como premissa que o resultado corrente é uma *proxy* para a expectativa do mercado. O preço foi adotado como representação da relevância contábil, visto que o retorno é empregado para analisar a tempestividade da informação contábil.

As evidências da relevância contábil para o credor foram identificadas nas pesquisas de *credit relevante* (CR), porém esses estudos identificaram a opinião dos analistas de agências de *rating*, e não a decisão de provimento de capital pelos credores como reflexo da alteração da expectativa desse usuário quanto ao risco de crédito, tal como estabelecido na

tese. Por esse motivo, a pesquisa propõe como *proxy* das decisões dos credores o valor dos financiamentos obtidos pelos mutuários, equivalente ao crédito concedido por bancos e instituições financeiras às empresas. Assim, foi utilizado o financiamento obtido pela empresa no período corrente (t) cuja decisão do credor foi baseada nas informações contábeis da empresa no período anterior ($t-1$), pois se pressupõe que, após a análise da situação financeira do mutuário pelo credor (em $t-1$), é que haverá a decisão pela concessão de empréstimos ou financiamentos (em t).

A *proxy* proposta nesta tese para o modelo de relevância contábil para o credor (VRC) corresponde à variável que caracteriza a decisão do credor por empréstimos. Geralmente, em empréstimos e financiamentos privados, os bancos possuem habilidades superiores para o processamento da informação e acesso a informações privadas, contribuindo para tomada de decisão, maior eficácia no monitoramento do tomador de recurso e facilidade na renegociação com este (DIAMOND, 1991; RAJAN, 2002, BHARATH *et al.*, 2008; BALL *et al.*, 2008; DEMIROGLU; JAMES, 2010; CASCINO *et al.*, 2013; 2014; FLOROU; KOSI, 2015; CHEN *et al.*, 2015). A menor assimetria informacional para o credor e a facilidade em obter informações por meio do acesso direto com o mutuário, torna possível identificar, por meio dos empréstimos e financiamentos obtidos pela empresa, quais as informações são relevantes em suas decisões de provimento de capital.

A *proxy* de decisão referente ao modelo proposto de VRC, obtida no fluxo de financiamento da demonstração de fluxo de caixa (DFC), capta as decisões de diversos credores para determinado mutuário. Assim, o financiamento obtido permite que seja identificado o crédito destinado diretamente à empresa por vários credores por empréstimos para fins gerais e específicos, pois, segundo Bradley e Roberts (2015, p.10), a maioria das empresas entra em múltiplos empréstimos ao mesmo tempo, e esses são muitas vezes agrupados em negócios ou “pacotes”. Segundo os autores, embora cada empréstimo tenha apenas um mutuário, a maior parte dos empréstimos têm múltiplos credores, ou seja, os empréstimos são muitas vezes subscritos e financiados por um consórcio de bancos e/ou outras instituições financeiras. Assim, caso esses dados fossem obtidos nos bancos de dados de instituições financeiras ou bancos (ao invés de obtidas nas demonstrações financeiras do mutuário), haveria a probabilidade de o valor coletado na base corresponder somente a uma parte do crédito concedido pelo banco, não ao montante geral recebido pelo mutuário por esses grupos de credores, como identificado no fluxo de financiamento na DFC.

Dois métodos foram adotados para a *proxy* no modelo de VRC. O primeiro método refere-se à obtenção de financiamentos, operacionalizada por meio de uma *dummy* igual a 1, se obteve o crédito (em que a variável financiamento obtido apresenta valor positivo) ou de uma *dummy* igual a 0, quando não obteve crédito (em que o financiamento obtido apresenta valor zero). O segundo método refere-se ao valor correspondente ao volume de empréstimos e financiamentos obtidos (referente ao montante ou numerário recebido pelo mutuário).

O Quadro 2 apresenta a descrição e o tratamento estatístico para as *proxies* de decisões do investidor e do credor utilizadas como variáveis dependentes respectivamente nos modelos de VR e de VRC com o objetivo de captar as informações contábeis relevantes para esses usuários. De acordo com o referido quadro, foi aplicado o logaritmo nos dados dos preços das ações e nos dados dos financiamentos obtidos com a finalidade de reduzir a influência do efeito tamanho e normalizar as variáveis (vide Apêndice 2 e 3).

<i>Proxy</i> (símbolo)	Descrição	Unidade monetária	Fonte	Tratamento estatístico
Financiamento obtido (<i>dfinobt</i>) (<i>finobt</i>)	Financiamento obtido pela empresa <i>i</i> no período <i>t</i>	USD	Fluxo de caixa de Financiamento (<i>Thomson Reuters Eikon</i> ®)	<i>Dummy</i> (1 obtenção de crédito; 0 não obtenção)
				Aplicado o logaritmo natural (<i>ln</i>).
Preço da ação (<i>pr</i>)	Preço da ação da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>	USD	Indicadores de mercado (<i>Thomson Reuters Eikon</i> ®)	Aplicado o logaritmo natural (<i>ln</i>).

Quadro 2: Variáveis dependentes adotadas nos modelos do credor e do investidor

A *proxy* do financiamento obtido caracteriza o credor por empréstimo. Esse credor, além de ser acionado pela empresa, assim como ocorre com analista de agência de *rating* crédito, é diferente dos detentores de títulos de dívida, os quais, segundo Florou e Kosi (2015), são os menos propensos a produzirem informações, monitorarem as empresas e renegociarem dívidas com o mutuário após emissão de dívida. Esse contexto sugere a maior frequência do uso de informações contábeis que indiquem o risco de crédito do mutuário pelo credor por empréstimos. Nesta pesquisa, parte-se da premissa de que a obtenção de crédito e o volume de financiamentos obtidos por uma empresa é o efeito da decisão do credor baseada nas informações contábeis que indiquem o grau de risco de crédito.

A avaliação e a estimativa do risco de crédito, assim como a elaboração ou a renegociação de contratos de crédito e dos *covenants*, baseiam-se nos dados contábeis com a função de proteger e permitir o retorno dos recursos dos credores por meio do pagamento do

principal e dos juros. Essas informações asseguram que as expectativas desses usuários quanto ao menor risco de crédito da empresa tomadora de recursos sejam mantidas, podendo determinar a decisão pelo credor de conceder ou continuar concedendo créditos a essa companhia. Assim, essas informações contábeis determinam a concessão de crédito e seu volume, ação refletida na liberação de crédito e no numerário de recursos financeiros a essa empresa na forma de financiamentos. Por isso, as informações contábeis que impactam essas decisões foram consideradas como variáveis independentes dos modelos que avaliaram a VRC.

3.2.2. Variáveis independentes

A pesquisa parte do pressuposto de que as informações contábeis geram alterações nas expectativas do investidor e do credor quanto à situação econômico-financeira de uma empresa e, com efeito, influenciam na tomada de decisões desses usuários quanto ao provimento de capital. Desse modo, o patrimônio líquido e o lucro líquido são utilizados nos modelos de VR. A alavancagem e a cobertura de juros (adotadas na literatura de *credit relevance* – CR), além das variáveis EBITDA e ativo tangível são aplicadas no modelo de VRC.

O modelo de VR estabelecido por Ohlson (1995) e testado empiricamente por Lopes (2002) apresenta o patrimônio líquido como a informação contábil que influencia o valor de mercado de uma empresa e impacta na valorização de suas ações. Collins, Maydew e Weiss (1997) verificaram o aumento da relevância do patrimônio no período de 1953 a 1997, e Clarkson *et al.* (2011), ao analisarem países da Europa e a Austrália, identificaram que os países do sistema *code law* também apresentaram o aumento da relevância desse dado contábil.

O lucro líquido foi a primeira medida de desempenho identificada nos estudos de conteúdo informacional e na literatura de VR (BALL; BROWN, 1968; BARTH *et al.*, 2001), além de, conjuntamente ao patrimônio líquido, ter sido identificada como determinante para o valor de mercado de uma empresa (OHLSON, 1995). Espera-se que o patrimônio líquido e o lucro líquido apresentem coeficientes positivos para a análise da relevância contábil para investidor (por meio da *proxy* do preço), pois um maior valor dessas variáveis aumenta a possibilidade desse usuário prover recursos econômicos às empresas por meio da negociação de ações.

O modelo de VRC considera as variáveis do modelo de CR, a alavancagem e a cobertura de juros. Essas variáveis também foram identificadas como medidas úteis nos contratos de dívida e utilizadas nas *covenants*. O modelo inclui também o EBITDA e o ativo tangível, dados contábeis referentes às evidências das literaturas associadas às informações contábeis relevantes para os credores: informações úteis na previsão de falência e associadas às características das empresas que apresentam maior frequência no uso de *covenants*.

O EBITDA é uma medida associada aos *covenants* de medidas de resultado (MATHER; PEIRSON, 2006; LI, 2011; BEIRUTH, 2015; BEIRUTH *et al.*, 2017) e de fluxo de caixa operacional (NINI *et al.*, 2012). Essa variável é considerada útil para os credores, pois é a medida mais utilizada nos contratos de dívida e um dos dados mais aplicados nos índices dos *covenants* contábeis (SILVA; 2008; DOU, 2012). Quando há violação das cláusulas desses contratos, o EBITDA também é considerado nas renegociações (DENIS; WANG, 2014). Ainda, o EBITDA é incluído entre as medidas do resultado para o cálculo da rentabilidade do ativo no modelo de CR, considerada variável significativa (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014) nas evidências dessa literatura. Portanto, é possível que, por ser um dado utilizado para o monitoramento do mutuário e na estimativa do risco de crédito (evidências de CR), essa medida também seja relevante para determinar a decisão quanto ao provimento de capital pelo credor.

Os ativos tangíveis (propriedades, plantas e equipamentos) foram considerados deduzidos da amortização e depreciação, ou seja, em seus valores líquidos. Esses dados contábeis são considerados úteis para a análise de risco de crédito (BEAVER, 1966; ALTMAN *et al.*, 1979) e para a elaboração de contratos de dívida (WATTS, 2003), com o objetivo de garantir o retorno dos recursos e de assegurar o recebimento desses em caso de decretação de falência do tomador de crédito. Os ativos tangíveis podem estar associados tanto aos *covenants* contábeis como também aos de segurança, uma vez que o tomador de crédito pode prover seus ativos como garantia para os seus credores. Os *covenants* de segurança são cláusulas que buscam assegurar o recebimento por parte dos credores em situações que geram insegurança quanto ao futuro do negócio (BEIRUTH, 2015; BEIRUTH *et al.*, 2017).

Além desses fatores, as empresas cujos ativos são mais tangíveis apresentam relação mais significativa com os direitos dos credores, determinando a proteção desses usuários por meio do controle de riscos (QIAN; STRAHAN, 2007; DEMIROGLU; JAMES, 2010). Esse fato foi identificado após a adoção das IFRS, quando, segundo Chen *et al.* (2015), foi observado o aumento na probabilidade de exigências de garantias. Kosi, Pope e Florou (2010)

e Wu e Zhang (2014) também observaram que esses ativos (propriedade, planta e equipamentos), além de controlarem a sensibilidade do risco de crédito e a intensidade do uso de capital, foram dados significativos no modelo de CR, pois influenciaram na estimativa do risco de crédito. Portanto, o contexto e as evidências expostas sugerem que o ativo tangível, em seus valores deduzidos da amortização e depreciação, influencia a decisão do credor referente ao provimento de recursos financeiros ao mutuário.

A cobertura de juros está associada às cláusulas restritivas dos contratos de dívida. De acordo com Mather e Peirson (2006), esse indicador refere-se ao limite mínimo estabelecido para o mutuário e, por essa razão, pode ser uma medida relevante para o credor, visto que, segundo os autores, também é um dos indicadores mais frequentes nos contratos de dívida. Além dessa evidência, esse índice foi considerado relevante nos modelos de CR, influenciando a opinião dos analistas de *ratings* quanto ao risco de crédito (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; LIMA, 2015).

A alavancagem também é um dos indicadores mais utilizados nos contratos de empréstimos, compondo, de acordo com Demiroglu e James (2010, p. 3708), 94% da amostra dos contratos de empresas dos EUA, pesquisada no período de 1995 a 2001. Esse dado contábil foi relevante no modelo de CR, contribuindo para percepção do risco de crédito (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014; LIMA, 2015). Assim, espera-se que, para o credor, os coeficientes do EBITDA, do ativo e da cobertura de juros no modelo de VRC sejam positivos, enquanto o da alavancagem, seja negativo, atestando a maior capacidade de pagamento e solvência de uma empresa e menor possibilidade de inadimplência ou de risco de crédito do mutuário. Esse contexto exposto torna propícia a decisão do credor para conceder créditos a uma empresa.

3.2.3. Variáveis de controle

O custo da dívida e a taxa livre de risco foram adotados como variáveis de controle nos modelos. Para os investidores, maiores níveis de endividamento podem indicar, segundo Harris e Raviv (1991), menor assimetria informacional. No entanto, essa medida, quando associada aos custos de transação e/ou aos maiores custos de inadimplência, pode indicar para o investidor a inviabilização de aplicação de recursos devido ao maior risco de crédito da empresa. Desse modo, o custo da dívida pode gerar diferentes percepções para o investidor quando associado a outras medidas contábeis, impactando na decisão de negociação de ações.

O coeficiente do custo da dívida para o modelo de VR pode ser positivo, pois, pressupondo que o custo da dívida seja menor do que o custo do capital próprio, quando a empresa aumenta a parcela da dívida em relação à estrutura de capital, ocorre uma redução da taxa de desconto e um aumento no preço da ação (ROCHA, 2013). No entanto, essa medida, se associada a maiores custos de inadimplência, pode gerar expectativa diferente, e, nessa condição, é preferível um custo da dívida menor, no qual o coeficiente dessa variável pode apresentar sinal negativo.

Para os credores, o maior custo da dívida de uma empresa indica a expectativa de maior risco de crédito. Isso porque o maior valor desse indicador sugere que dívidas já assumidas pelo mutuário apresentaram altas taxas de juros. Essas taxas aumentam quando há maior monitoramento feito pelo credor, monitoramentos esses que são realizados com mais frequência ou com maiores custos quando existe a possibilidade do risco de crédito de uma empresa. Tal argumento é confirmado por Graham *et al.* (2008), ao citar que o aumento do custo das atividades de monitoramento é repassado para os mutuários por meio do aumento das taxas.

O alto custo da dívida pode também indicar que os juros dos empréstimos e financiamentos contraídos anteriormente têm maiores custos, seja em razão de a empresa ter assumido essa dívida em condições econômicas desfavoráveis, seja pelo histórico de alto nível de endividamento desta, ou ainda, pela existência de inadimplência anterior. Assim, a expectativa para o sinal do coeficiente dessa variável de controle (k_i) para o credor é que apresente sinal negativo, uma vez que o menor custo da dívida não expõe a empresa ao maior risco de crédito.

A taxa livre de risco (*risk-free*) é considerada pelo investidor como um dos principais parâmetros na aplicação de seu capital, visto que ela permite identificar o prêmio pelo risco em uma carteira de ações (SHARPE, 1964). Espera-se que essa variável de controle tenha o sinal do coeficiente negativo para o modelo de VR.

A taxa livre de risco é utilizada para o credor, segundo Maclachlan (2004), na estimativa da perda da inadimplência (*loss given default* – LGD). Como esta taxa funciona como base para estabelecer o valor presente dessa perda, o maior valor da taxa livre de risco implica menor valor da estimativa para a perda da inadimplência. Ainda, o aumento da taxa livre de risco tende a aumentar a taxa de retorno requerida pelos credores (DAMODARAN, 2007), tendo em vista a maior possibilidade do risco de crédito devido valores subestimados na estimativa desta perda.

Para o credor, a expectativa é a de que o sinal da taxa livre de risco (*risk-free*) seja negativo, pois, quanto menor esta taxa, maior o valor da estimativa da perda de inadimplência. Conforme Yanaka e Holland (2010), não há consenso quanto ao uso das taxas de desconto para essa estimativa, pois podem também ser utilizadas a taxa contratual da operação, o custo de captação do banco ou a taxa de retorno dos títulos de dívida após o *default*. Ainda assim, espera-se que a taxa *risk-free* seja negativa por ser, também, referencial mínimo para a formação dos juros praticados, os quais, quando associados ao custo de captação, possibilitam maior oferta de crédito.

3.2.4. Resumo das variáveis utilizadas no modelo

O resumo das variáveis utilizadas na pesquisa é apresentado no Quadro 3, assim como os sinais esperados para cada uma das variáveis. Esse quadro não pretende definir de forma peremptória o comportamento das variáveis, pois serve como orientação para a observação na análise de dados. Esses dados contábeis foram usados com base em estudos que possibilitaram associar essas informações com a decisão dos investidores e credores.

VARIÁVEL (símbolo)	LITERATURA-BASE	SINAL ESPERADO
Patrimônio líquido (pl)	Collins <i>et al.</i> (1997); Lopes (2002); Clarkson <i>et al.</i> (2011).	+ (Investidor)
Lucro líquido (luc)	Ball e Brown (1968); Ohlson (1995); Barth <i>et al.</i> (2014).	+ (Investidor)
EBITDA (ebitda)	Kosi, Pope e Florou (2010); Nini <i>et al.</i> (2012); Wu e Zhang (2014).	+ (Credor)
Ativo tangível (atliq)	Beaver (1966); Kosi, Pope e Florou (2010); Wu e Zhang (2014).	+ (Credor)
Alavancagem (alav)	Kosi, Pope e Florou (2010); Wu e Zhang (2014); Lima (2015).	- (Credor)
Cobertura de juros (cjur)	Mather e Peirson (2006); Kosi, Pope e Florou (2010); Lima (2015).	+ (Credor)
Custo da dívida (ki)	Harris e Raviv (1991); Grahan <i>et al.</i> (2008).	-/? (Credor / Investidor)
Taxa livre de risco (rf)	Sharpe (1964); Maclachlan (2004).	- (Credor e Investidor)

Quadro 3: Sinais esperados das variáveis independentes (modelos VR e VRC)

Reitera-se que os dados do modelo de VR incluem o patrimônio e o lucro líquido e que dos dados do modelo proposto para o VRC incluem as variáveis EBITDA, ativo tangível, alavancagem e cobertura de juros.

Os dados do patrimônio líquido, do lucro líquido, do EBITDA e do ativo imobilizado (deduzido das depreciações e amortizações) foram divididos pelo ativo total do mesmo período, com vistas a reduzir o efeito tamanho. Os dados referentes aos ativos não incluem os arrendamentos (*leasing*), pois ainda que afetem a capacidade de pagamento, conforme Leftwich (1983), a empresa não pode expandir sua capacidade de empréstimos apenas ao alugar um ativo. As variáveis do lucro líquido e do EBITDA, por estarem divididas pelo ativo, podem também ser consideradas como duas medidas do retorno do ativo. Esse indicador, quando adotado o EBITDA, também é amplamente aplicado nos modelos da literatura de *credit relevance* (CR) e identificado como relevante para a estimativa do risco de crédito.

3.3. Tratamento estatístico e Modelos econométricos adotados

A análise foi realizada por meio da aplicação de modelos de dados em painel. Esses tipos de modelos apresentam vantagem se comparados aos modelos de séries temporais e *cross-section*, pois aumentam o número de observações analisadas, proporcionam maior variabilidade dos dados, aumentam o grau de liberdade e geram menores problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes (GUJARATI, 2006). Além disso, os modelos de dados em painel trazem maior eficiência na estimação dos parâmetros, diminuem os problemas de especificação e consideram a heterogeneidade das empresas (FÁVERO, 2013).

Quanto à amostra de dados utilizada, apesar de haver dados faltantes de determinadas variáveis em períodos diversos da análise, o modelo adotado pode ser classificado como um painel balanceado, e, quanto à quantidade de empresas, por ser maior do que de períodos analisados, é classificado como painel curto (GUJARATI, 2006). A utilização de dados em painel demanda testes para definição do modelo mais adequado e que se ajusta melhor aos dados que compõem a pesquisa. Assim, os testes de Chow, Breusch e Pagan e Hausman, realizados para avaliar a adequação dos dados para os modelos do credor e investidor (Apêndice 6), indicaram que os modelos de efeitos fixos são os mais apropriados na aplicação dos modelos para análise da pesquisa.

Nos modelos de efeitos fixos o intercepto varia com o grupo e ao longo do tempo, e, por isso, os parâmetros podem ser correlacionados com regressores (WOOLDRIDGE, 2002), os quais, segundo Fávero (2014), permitem uma forma limitada de endogeneidade. A variância dos termos do erro é constante nesses modelos. Nesse tipo de modelo, as variáveis que apresentam alteração ao longo do tempo são consideradas fixas no modelo, o que reduz o problema de autocorrelação com os resíduos. Ainda assim, em razão de a análise dos pressupostos do modelo terem indicado a presença de autocorrelação e heterocedasticidade, quando analisados os modelos na forma de regressão *pooled* (Apêndice 4), foram utilizados erros padrão robustos nas regressões de dados em painel de efeitos fixos. Segundo Fávero (2013, p. 138), em um painel curto, a inferência requer que haja controle da correlação *within* do erro μ_{it} para um dado indivíduo. Por essa razão, utiliza-se, no modelo de regressão, erros-padrão robustos com agrupamento no nível do indivíduo. Portanto, foram adotados nesta pesquisa os modelos de efeitos fixos com erros padrão robustos.

Nas pesquisas relacionadas à relevância da informação contábil em geral e na adoção de modelos de regressão múltipla, procura-se identificar se há poder explicativo de determinada variável independente em um modelo. Na presente tese, os modelos adotados objetivaram identificar se as informações contábeis impactam as *proxies* de decisões dos provedores de capital. O modelo de relevância da informação contábil para o investidor (VR) e para o credor (VRC) são descritos, respectivamente, nas equações 4 e 5. O modelo de VR (equação 4) inclui as informações contábeis comumente utilizadas no modelo de Ohlson (1995), e o modelo de VRC (equação 5) considera os dados utilizados no modelo de CR e dados referentes às principais evidências das literaturas associadas à relevância da informação contábil para os credores.

$$pr_{i,t} = \alpha + \beta_1 pl_{i,t} + \beta_2 lucli_{i,t} + \beta_3 ki_{i,t} + \beta_4 rf_{a,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$finobt_{i,t} = \alpha + \beta_1 ebitda_{i,t-1} + \beta_2 atli_{i,t-1} + \beta_3 alav_{i,t-1} + \beta_4 cjur_{i,t-1} + \beta_5 ki_{i,t-1} + \beta_6 rf_{a,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que:

$pr_{i,t}$	é o logaritmo do preço da ação empresa i no período t ;
$finobt_{i,t}$	é o logaritmo do financiamento obtido da empresa i no período t ;
$pl_{i,t}$ e $pl_{i,t-1}$	é o patrimônio líquido (dividido pelo ativo total) da empresa

	i no período t e no período $t-1$;
$lucliq_{i,t}$ e $lucliq_{i,t-1}$	é o lucro líquido (dividido pelo ativo total) da empresa i no período t e no período $t-1$;
$ebitda_{i,t}$ e $ebitda_{i,t-1}$	é o resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização (dividido pelo ativo total) da empresa i no período t e no período $t-1$;
$atliq_{i,t}$ e $atliq_{i,t-1}$	é o valor do ativo tangível (planta, propriedades e equipamentos) em seu valor líquido (deduzidos da depreciação e amortização) (dividido pelo ativo total) da empresa i no período t e no período $t-1$;
$alav_{i,t}$ e $alav_{i,t-1}$	é a alavancagem (obtido pela divisão do valor da dívida total pelo valor do patrimônio) da empresa i no período t e no período $t-1$;
$cjur_{i,t}$ e $cjur_{i,t-1}$	é a cobertura de juros (obtido pela divisão do EBIT pela despesa de juros) da empresa i no período t e no período $t-1$;
$ki_{i,t}$ e $ki_{i,t-1}$	é o custo da dívida (obtido pela divisão da despesa de juros pela dívida total) da empresa i no período t e no período $t-1$;
$rf_{a,t}$ e $rf_{a,t-1}$	é a taxa livre de risco do país a no período t e no período $t-1$;

Reitera-se que, na operacionalização do modelo do credor (VRC, equação 5), pressupõe-se que, após a análise da situação financeira do mutuário pelo credor, é que haverá a decisão pela concessão de empréstimos ou financiamentos. Portanto, a análise das informações contábeis do mutuário no ano anterior ($t-1$) gera a decisão de concessão de crédito no período corrente (t) pelo credor, identificado por meio do volume financiamento obtido pelo mutuário.

Adicionalmente, foi adotado o modelo *logístico* (*logit*) para o credor com objetivo de identificar se as informações contábeis do mutuário afetam a decisão do credor quanto à decisão dicotômica de concessão ou não de crédito, visto que o modelo apresentado na equação 5 considera o volume (montante) de financiamentos. O modelo *logit* para o credor contempla as empresas que obtiveram e não obtiveram crédito. Os testes de adequação identificaram que o modelo classificou corretamente mais de 69% das empresas e apresentaram maior acerto para as empresas que obtiveram crédito (Apêndice 5). Ressalta-se que as variáveis independentes do modelo *logit* para o credor são as mesmas do modelo de VRC, contudo a variável dependente é uma *dummy*, conforme descrito na equação 6.

$$d\text{finobt}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ebtida}_{i,t-1} + \beta_2 \text{atliq}_{i,t-1} + \beta_3 \text{alav}_{i,t-1} + \beta_4 \text{cjur}_{i,t-1} + \beta_5 \text{ki}_{i,t-1} + \beta_6 \text{rf}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Em que:

$d\text{finobt}_{i,t}$ é a *dummy* da empresa i no período t , em que assume valor igual a 1 no período em que a empresa obteve crédito (presença de financiamento obtido, ou seja, finobt com valor positivo) e 0 no período em que não obteve crédito (ausência de financiamento obtido, ou seja, finobt com valor zero).

As equações descritas (4, 5 e 6) foram adotadas com a finalidade de identificar se as variáveis que compõem o modelo de decisão de cada um dos provedores de capital (investidores e credores) são relevantes. Posteriormente, com o objetivo de identificar a diferença das informações contábeis relevantes para os investidores e os credores, as *proxies* de decisão de ambos os usuários foram trocadas nas equações. Ou seja, no modelo de VR (equação 4), a variável dependente do investidor (pr) foi substituída pelas variáveis dependente do credor ($d\text{finobt}$ e finobt) e, no modelo de VRC (equação 5), a variável dependente do credor (finobt) foi substituída pela variável do investidor (pr).

É importante destacar que, quando a *proxy* do investidor (pr) foi trocada pelas *proxies* do credor ($d\text{finobt}$ e finbot) no modelo de VR – para analisar se as informações contábeis do investidor foram relevantes para o credor –, foram considerados os valores defasados (em $t-1$) das variáveis independentes (patrimônio líquido e lucro líquido) não os seus valores correntes (em t). Esses procedimentos citados foram realizados para testar a Hipótese 1 (H_1) da pesquisa, cujo objetivo é identificar se as informações contábeis relevantes são diferentes para os credores e investidores para suas decisões de provimento de capital.

Para identificar se, em determinadas condições associadas ao risco informacional e ao risco de crédito, as informações contábeis são ou não relevantes para os credores (contempladas nas Hipóteses 2, 3 e 4), foram utilizados os modelos de VRC e o modelo *logit* para o VRC (equações 5 e 6). A H_2 tem como objetivo identificar se, nas empresas dos países com menor *enforcement*, as informações contábeis são menos relevantes para o credor. A H_3 e a H_4 objetivam verificar se as informações contábeis são mais relevantes nas situações de alta alavancagem e baixos *ratings* de crédito das empresas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação dos resultados é composta por cinco partes. Na primeira delas, foi exposta a estatística descritiva das variáveis dependentes e das variáveis de controle referentes aos modelos de relevância contábil do investidor e do credor. Na segunda parte, são descritos os resultados das informações contábeis relevantes para esses dois usuários observados para cada modelo (VR e VRC). A terceira parte apresenta o efeito do menor *enforcement* dos países nas informações contábeis do modelo dos credores. A influência da alavancagem nas informações relevantes para o credor foi apresentada na quarta parte, e, ao final, na quinta parte, foi exposta a análise do impacto da classificação dos *ratings* nas decisões dos credores por empréstimos.

4.1. Estatísticas descritivas

Os dados correspondentes aos *outliers* das variáveis independentes e da variável de controle do custo da dívida foram excluídos a partir da análise do intervalo interquartil de cada uma. Conforme descrito na metodologia, foram excluídos até 3% desses dados extremos para cada variável. Desse modo, a estatística descritiva refere-se aos valores das variáveis após a realização desse processo.

A média e a mediana das variáveis dependentes (pr e finobt) para o conjunto de empresas de cada país que compõe a amostra da pesquisa são descritas na Tabela 3. Foram analisadas as empresas de 25 países, no período de 2010 a 2015, e observou-se que 15 destes países apresentaram valores do preço da ação (pr) e do financiamento obtido (finobt) maior do que a média amostral (1,689 e 10,195, respectivamente). Também foram identificados 15 países com valores acima da mediana do pr (1,842) e 16 países com valores acima da mediana para o finobt (10,127).

Os maiores valores das médias e medianas do preço da ação foram identificados no Chile (6,073 e 6,359) e na Croácia (5,123 e 5,286), e os maiores valores das médias e medianas do financiamento obtido também foram observados no Chile (17,269 e 17,520), assim como nas Filipinas (14,282 e 14,557) e no Brasil (12,703 e 12,964). A Austrália

apresentou menor média e mediana do preço (-1,478 e -1,595) e a Bulgária, menor média e mediana do financiamento (8,316 e 8,504).

Ainda que os valores da média sejam próximos à mediana, verificou-se maior diferença entre essas duas medidas para o preço da ação na Dinamarca (-0,432) e na Nova Zelândia (-0,433) e, para o financiamento obtido, nos Países Baixos (-0,418) e na Noruega (-0,371). A média e a mediana para as *proxies* de decisão do investidor foram as mesmas no conjunto de empresas do Brasil (2,736) e da Turquia (0,451), e a menor diferença dessas medidas estatísticas para as *proxies* do credor foram para as empresas de Portugal (-0,024).

Tabela 3: Média e Mediana das variáveis dependentes por país

	pr		finobt	
	<i>Med</i>	<i>Md</i>	<i>Med</i>	<i>Md</i>
África do Sul	1,923	2,057	11,984	12,226
Alemanha	2,227	2,272	9,808	9,711
Austrália	-1,478	-1,595	8,908	8,595
Áustria	2,741	2,946	10,230	10,497
Bélgica	2,249	2,669	10,004	10,059
Brasil	2,736	2,736	12,703	12,964
Bulgária	0,896	0,937	8,316	8,504
Chile	6,073	6,359	17,269	17,520
Croácia	5,123	5,286	10,699	10,963
Dinamarca	3,961	4,393	11,442	11,469
Espanha	1,442	1,602	10,624	10,545
Filipinas	1,524	1,544	14,282	14,557
Finlândia	1,471	1,755	9,628	9,849
França	2,270	2,296	9,102	8,841
Grécia	-0,266	-0,322	8,735	8,579
Israel	2,397	2,384	10,804	11,002
Itália	0,916	0,889	10,348	10,227
Noruega	3,183	3,211	12,510	12,881
Nova Zelândia	0,217	0,650	9,998	10,336
Países Baixos	2,324	2,613	10,850	11,269
Polônia	1,997	1,980	9,626	9,777
Portugal	1,638	1,621	11,565	11,589
Reino Unido	4,057	4,298	8,975	8,824
Suécia	2,857	3,058	10,944	10,820
Turquia	0,451	0,451	10,942	11,248
Amostra total	1,689	1,842	10,195	10,127

Med: média das variáveis dependentes correspondente ao período analisado.

Md: mediana das variáveis dependentes correspondente ao período analisado.

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

A média e a mediana das variáveis de controle para o conjunto de empresas de cada país que compõe a amostra da pesquisa são descritas na Tabela 4. Como o número de observações referentes à amostra adotada para o modelo do investidor (VR) é maior do que a do modelo do credor (VRC), as estatísticas descritivas foram apresentadas separadamente.

Nota-se, conforme a Tabela 4, que os valores das médias e medianas para o custo da dívida referentes ao total da amostra do modelo de VR e VRC são próximas, assim taxa livre de risco (rf).

Tabela 4: Média e Mediana das variáveis de controle por país

	Amostra do modelo de VR				Amostra do modelo de VRC			
	ki		rf		ki		rf	
	<i>Med</i>	<i>Md</i>	<i>Med</i>	<i>Md</i>	<i>Med</i>	<i>Md</i>	<i>Med</i>	<i>Md</i>
África do Sul	0,111	0,090	8,203	8,220	0,098	0,088	8,208	8,260
Alemanha	0,086	0,058	1,725	1,585	0,077	0,059	1,964	1,620
Austrália	0,116	0,077	3,948	3,676	0,097	0,075	4,195	3,697
Áustria	0,053	0,044	2,195	2,190	0,052	0,044	2,484	2,370
Bélgica	0,068	0,048	2,608	2,705	0,063	0,048	2,962	3,000
Brasil	0,115	0,084	10,833	10,875	0,095	0,080	10,150	10,750
Bulgária	0,106	0,073	3,970	3,516	0,095	0,071	4,239	3,600
Chile	0,059	0,046	4,083	4,000	0,057	0,046	4,200	4,500
Croácia	0,103	0,070	5,667	5,625	0,088	0,069	6,300	6,250
Dinamarca	0,077	0,046	1,636	1,506	0,063	0,047	1,733	1,363
Espanha	0,064	0,051	4,093	4,405	0,062	0,052	4,564	4,560
Filipinas	0,072	0,053	3,917	4,000	0,071	0,054	3,900	4,000
Finlândia	0,063	0,040	1,988	1,870	0,054	0,040	2,242	1,880
França	0,073	0,035	2,282	2,370	0,051	0,039	2,570	2,540
Grécia	0,073	0,061	12,332	9,860	0,067	0,061	12,864	10,050
Israel	0,079	0,056	3,803	4,100	0,069	0,057	4,150	4,400
Itália	0,050	0,039	3,978	4,180	0,045	0,038	4,432	4,320
Noruega	0,078	0,052	2,573	2,550	0,069	0,054	2,774	2,580
Nova Zelândia	0,085	0,067	4,342	4,195	0,081	0,069	4,526	4,300
Países Baixos	0,079	0,051	2,002	1,945	0,066	0,051	2,264	1,960
Polônia	0,082	0,060	3,205	3,210	0,077	0,062	3,530	3,500
Portugal	0,077	0,055	3,815	3,500	0,052	0,045	7,130	6,684
Reino Unido	0,087	0,054	2,590	2,480	0,075	0,055	2,728	2,570
Suécia	0,088	0,049	1,942	1,920	0,076	0,051	2,186	2,120
Turquia	0,111	0,111	7,500	7,500	0,097	0,071	6,000	5,625
Amostra total	0,087	0,056	3,719	3,140	0,074	0,056	3,977	3,379

VR: modelo de relevância da informação contábil para o investidor.

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

Med: média das variáveis dependentes correspondente ao período analisado.

Md: mediana das variáveis dependentes correspondente ao período analisado.

ki: custo da dívida.

rf: taxa livre de risco (*risk-free*).

Os países que apresentaram maior média e mediana do custo da dívida (ki) de suas empresas foram o Brasil (0,115 e 0,084) para a amostra do modelo de VR e África do Sul (0,098 e 0,088) para o modelo VRC. Foram observados menores valores da média e da mediana para o ki nos países da Itália (0,050 e 0,039) na amostra de VR e da Itália (0,051 e 0,039) e da França (0,045 e 0,038) na amostra de VRC. Em relação à amostra do investidor, sete países apresentaram valores maiores do que a média total amostral (0,087) e 10 maiores

do que a mediana (0,056), enquanto, para a amostra do credor, 11 países apresentaram valores maiores que a média (0,074) e também da mediana (0,056).

A taxa livre de risco do país (rf) apresentou-se maior que a média amostral no período analisado em 14 países da amostra do investidor e em 13 referentes ao credor. Os valores acima da mediana relacionados ao total da amostra foram identificados em 15 países para a amostra do modelo de VR e de VRC. Os maiores valores das médias e medianas dessa taxa foram verificados na Grécia e no Brasil tanto para a amostra do modelo do investidor como para a do modelo do credor. Já os menores valores dessas medidas foram identificados na Dinamarca e na Alemanha, também para as amostras dos dois modelos (investidor e credor).

O número de observações para cada variável do modelo do investidor e do credor é distinto, sendo que a taxa livre de risco (rf) contém dados para todos os períodos das empresas de todos os países. Segundo a Tabela 5, as estatísticas das variáveis do modelo do investidor indicam que a *proxy* de decisão desse usuário (pr) apresenta desvio padrão maior que a média, no entanto as medidas do 1º e 3º quartis sugerem que não há prejuízo para as estimativas do modelo devido à distância entre os valores limites do intervalo interquartil.

Tabela 5: Estatística descritiva das variáveis da amostra do investidor

	N	Q1	Mediana	Q3	Média	Desv. pad.	Assimet.	Curtose
pr	32.967	0,026	1,842	3,483	1,689	2,718	-0,186	3,056
pl	32.480	0,351	0,529	0,741	0,545	0,254	0,097	2,230
lucliq	33.197	-0,084	0,015	0,059	-0,065	0,269	-2,778	12,725
ebitda	31.698	-0,027	0,073	0,134	0,008	0,262	-2,573	12,351
atliq	33.783	0,040	0,181	0,442	0,271	0,268	0,931	2,792
alav	29.049	0,004	0,254	0,715	0,541	0,787	2,519	10,617
cjur	27.697	-1,195	2,843	10,963	6,014	135,95	-0,008	29,676
ki	25.346	0,035	0,056	0,089	0,086	0,118	4,674	30,598
rf	36.001	2,200	3,140	4,320	3,718	2,626	2,959	16,637

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

pl: patrimônio líquido.

lucliq: lucro líquido.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

N: número de observações

Q1: quartil 1

Q3: quartil 3

As medidas de assimetria e curtose, de acordo com a Tabela 5, sugerem uma distribuição próxima à normal para a variável dependente do modelo, o preço da ação (nos

Apêndices 1, 2 e 3 são apresentados, respectivamente o Box-Plot, o histograma e a distribuição cumulativa normal e teórica desta variável). O número de observações dessa variável e demais variáveis contribuíram para que elas pudessem ser adotadas nos modelos, pois, de acordo com Brooks (2002, p.81), o erro de amostragem é minimizado pelo aumento do tamanho da amostra.

A *proxy* de decisão do credor corresponde à soma do financiamento obtido de longo prazo (finobtlp) e o aumento do crédito de curto prazo obtido pelas empresas (finobtcp).

Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis da amostra do credor

	N	Q1	Mediana	Q3	Média	Desv. pad.	Assimet.	Curtose
<i>Variáveis correspondentes à soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo</i>								
finobt	15.234	7,929	10,126	12,410	10,195	3,220	0,105	3,018
pl	21.806	0,325	0,482	0,664	0,501	0,237	0,224	2,393
lucliq	22.341	-0,048	0,021	0,060	-0,035	0,213	-2,922	13,872
ebitda	21.588	0,008	0,081	0,138	0,041	0,201	-2,374	11,542
atliq	22.829	0,053	0,204	0,447	0,280	0,260	0,881	2,787
alav	21.064	0,074	0,369	0,833	0,635	0,818	2,356	9,706
cjur	20.111	-0,366	3,077	9,976	5,939	59,577	0,028	27,006
ki	19.134	0,036	0,055	0,085	0,073	0,070	3,201	16,527
rf	24.111	2,540	3,379	4,600	3,976	2,659	3,166	18,042

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

pl: patrimônio líquido.

lucliq: lucro líquido.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzidos da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

N: número de observações

Q1: quartil 1

Q3: quartil 3

A Tabela 6 mostrou que o valor da mediana e a média são próximos (respectivamente, 10,126 e 10,195) e que o valor do desvio padrão é menor e baixo (3,220) comparados a essas duas medidas de posição. Esse comportamento sugere a baixa variabilidade dos dados. Ao comparar o comportamento das variáveis independentes nas Tabelas 6 e 7, foi observado que as variáveis independentes que compõem a amostra do credor apresentaram comportamento similar às variáveis independentes da amostra do investidor, exceto referentes à alavancagem e à cobertura de juros, cuja mediana e média foram maiores na amostra do credor. Contudo, o desvio padrão da alavancagem foi menor para a amostra do credor, comparado à do investidor.

A medida de curtose e assimetria da soma dos financiamentos obtidos (finobt), conforme Tabela 6, indica a distribuição normal dessa variável dependente. Nos Apêndices 1, 2 e 3 são apresentados, respectivamente o Box-Plot, o histograma e a distribuição cumulativa normal e teórica desta variável.

Além do modelo para o credor, cuja variável dependente (*proxy*) adotada foi o volume de empréstimos e financiamentos obtidos pelas empresas, também foi adotada uma *proxy* alternativa, em que se observou a obtenção ou não de crédito pela empresa (variável *dummy*). A Tabela 7 apresenta os percentuais de obtenção de crédito identificados no fluxo de caixa de financiamento referentes aos financiamentos de longo prazo e relativos aos aumentos dos créditos de curto prazo de cada país incluído na pesquisa, abrangendo o período analisado. Como nem sempre em todos os períodos da análise as empresas obtiveram créditos, verificou-se que, para o total da amostra no período analisado, 62,79% das empresas obtiveram crédito, e 37,21% não obtiveram.

Tabela 7: Estatística descritiva para o modelo de VRC com *proxy* de concessão de crédito

Obtenção de créditos no período de 2010 a 2015 (%^a)			
	Créditos totais	Crédito de longo prazo	Aumento no crédito de curto prazo
Amostra total	62,79	62,96	35,68
Por país			
África do Sul	63,69	60,46	34,46
Alemanha	67,25	64,65	36,58
Austrália	50,15	52,89	29,80
Áustria	77,89	73,51	44,62
Bélgica	70,55	67,55	37,65
Brasil	84,05	84,74	25,00
Bulgária	51,35	51,35	-
Chile	79,78	69,74	69,74
Croácia	49,66	50,71	30,00
Dinamarca	54,38	55,86	36,92
Espanha	80,20	78,24	27,27
Filipinas	67,07	75,08	40,00
Finlândia	72,35	67,76	40,95
França	72,53	72,30	34,64
Grécia	60,57	60,15	37,27
Israel	58,98	56,54	34,72
Itália	68,61	61,75	44,54
Noruega	69,49	68,95	35,17
Nova Zelândia	63,69	65,33	26,67
Países Baixos	69,83	69,66	32,31
Polônia	66,64	66,73	30,00
Portugal	82,50	82,50	-
Reino Unido	56,73	56,75	32,26
Suécia	54,63	53,55	34,15
Turquia	69,80	74,88	29,70

a: Corresponde ao percentual de empresas que obtiveram créditos no período analisado
Frequência de obtenção de créditos (p); frequência de não obtenção (1-p).

O percentual de empresas que obtiveram créditos de longo prazo corresponde a 62,96%, e o daquelas que receberam aumento de crédito de curto prazo foi 35,68%. Convém ressaltar que esses valores não podem ser relacionados à proporção de dívidas correspondentes aos empréstimos de curto e longo prazo divulgados no passivo, já que esse percentual descrito na Tabela 7 foi inverso ao observado nos passivos derivados de empréstimos das empresas dos países analisados por Beaver *et al.* (2016). Portanto, os financiamentos obtidos constantes no fluxo de financiamento das demonstrações de fluxo de caixa correspondem ao recebimento no período, e não ao total de dívidas derivadas de empréstimos e financiamentos já assumidos e contabilizados no passivo.

Ao todo, comparados ao valor amostral, empresas de 8 países apresentaram maior percentual de aumento dos créditos de curto prazo e de 15 países, nos créditos de longo prazo. De acordo com a Tabela 7, em dois países (Bulgária e Portugal) não foram observados aumento de crédito de curto prazo, enquanto no Chile a frequência do aumento de crédito de curto prazo foi similar à de obtenção de créditos de longo prazo. As empresas chilenas foram as que mostraram maior frequência de aumentos nos créditos de curto prazo, sendo as brasileiras as que apresentaram a menor frequência. Entretanto, juntamente com Portugal, o Brasil apresentou maior frequência na obtenção de créditos de longo prazo.

Ao dispor os dados em painel, foi possível identificar a obtenção de créditos no período atual (t) e posterior ($t+1$). De acordo com a Tabela 8, verificou-se que, em pelo menos um dos períodos da análise, 45,48% da amostra obtiveram crédito de longo prazo e 32,16% conseguiram aumento nos créditos de curto prazo.

Tabela 8: Estatística descritiva do modelo de VRC (painel) com a *proxy* de concessão

	Não obtiveram crédito posterior	Obtiveram crédito posterior
Crédito de longo prazo		
Não obtiveram crédito (0)	54,52%	45,48%
Obtiveram crédito (1)	20,72%	79,28%
Crédito de curto prazo		
Não obtiveram aumento no crédito (0)	67,84%	32,16%
Obtiveram aumento no crédito (1)	58,57%	41,43%

Observou-se que 41,43% das empresas que conseguiram aumento nos empréstimos e financiamentos de curto prazo obtiveram posteriormente aumentos nesses tipos de crédito, enquanto 58,57% não obtiveram. Quanto aos créditos de longo prazo, 79,28% das empresas da amostra que obtiveram esses créditos em pelo menos um dos períodos também receberam no período seguinte, enquanto 20,72% não obtiveram.

As variáveis independentes que compõem tanto os modelos do credor como o do investidor são, em sua maioria, correlacionadas entre si, conforme apresentado na Tabela 9. Os resultados das correlações entre variáveis independentes desses dois modelos não apresentam diferenças, exceto para a correlação entre a cobertura de juros (cjur) e o patrimônio líquido (pl), a qual foi negativa para modelo do investidor e positiva para o modelo do credor.

Conforme apresentado na Tabela 9, as informações contábeis pertencentes ao modelo de VR (patrimônio líquido e lucro líquido) são negativamente correlacionadas entre si, comportamento similar ao observado por Collins, Maydew e Weiss (1997) ao analisarem o modelo de VR. Ainda de acordo com essa tabela, quando as variáveis independentes do modelo de VR são associadas às variáveis independentes do modelo proposto para o credor (VRC), o patrimônio é positivamente correlacionado com o ativo e o lucro líquido tem correlação positiva com a alavancagem, o EBITDA e a cobertura de juros.

Tabela 9: Matriz de correlação das variáveis dos modelos

Correlação entre as variáveis da amostra do investidor								
	pl	lucliq	ebitda	atliq	alav	cjur	ki	rf
pl	1,000							
lucliq	-0,176***	1,000						
ebitda	-0,223***	0,929***	1,000					
atliq	0,048***	0,000	0,014**	1,000				
alav	-0,662***	0,069***	0,105***	0,126***	1,000			
cjur	-0,028***	0,334***	0,357***	-0,041***	-0,034***	1,000		
ki	0,144***	-0,097***	-0,085***	-0,058***	-0,159***	-0,036***	1,000	
rf	-0,049***	0,032***	0,026***	0,128***	0,109***	-0,008	0,042***	1,000
Correlação entre as variáveis da amostra do credor								
pl	1,000							
lucliq	-0,125***	1,000						
ebitda	-0,166***	0,915***	1,000					
atliq	0,066***	0,006	0,019***	1,000				
alav	-0,678***	0,033***	0,061***	0,113***	1,000			
cjur	0,023***	0,403***	0,432***	-0,048***	-0,070***	1,000		
ki	0,135***	-0,108***	-0,074***	-0,052***	-0,143***	-0,032***	1,000	
rf	-0,042***	0,022***	0,015***	0,111***	0,112***	-0,008	0,061***	1,000

pl: patrimônio líquido

lucliq: lucro líquido.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A variável de controle do custo da dívida (k_i) foi negativamente correlacionada com todas as variáveis, exceto a do patrimônio, cuja correlação foi positiva. A taxa livre de risco (r_f) apresentou correlação positiva com todas as variáveis, porém negativa com o patrimônio líquido. O lucro líquido e o ativo não foram correlacionados entre si, assim como a cobertura de juros e a variável de controle da taxa *risk-free*. Cabe mencionar que, ainda que exista correlação entre as variáveis descritas, esse comportamento não afetou os estimadores do modelo nem causou problemas de multicolinearidade devido ao baixo valor do fator de inflação de variância (VIF), apresentado no Apêndice 4.

4.2. Informações contábeis relevantes para o investidor e para o credor

Essa análise corresponde à verificação da Hipótese 1 (H_1), a qual estabelece que as informações contábeis relevantes nos modelos de decisão dos investidores e credores são diferentes em condições gerais. Desse modo, foi verificado se as informações contábeis contidas no modelo de VR foram relevantes para os credores por empréstimos e se as informações consideradas no modelo de VRC foram relevantes para os investidores.

Para verificação dessa hipótese foram aplicados os dados em painel de efeitos fixos com erros-padrão nos modelos das equações 4 e 5 (correspondente ao modelo VR e VRC, respectivamente) e aplicados os dados em painel *logit* com efeitos fixos, conforme a equação 6 descrita no proceder metodológico. Na primeira parte (4.2.1) são apresentados os resultados dos testes realizados com as variáveis independentes do modelo de VR e, na segunda parte (4.2.2), são expostos os resultados correspondentes à análise das variáveis independentes do modelo de VRC.

4.2.1. Informações contábeis contidas no modelo de VR

O modelo de relevância da informação contábil do investidor (VR) considera o patrimônio líquido e o lucro líquido como informações que têm a capacidade de modificar a decisão do investidor. Foi testado, portanto, se essas informações do modelo de VR são relevantes nas decisões de provimento de capital do investidor e do credor.

Verifica-se, de acordo com a Tabela 10, que as informações contidas no modelo de VR continuam a ser relevantes para os investidores (pr), conforme as evidências descritas na fundamentação teórica. A relevância do lucro para o investidor confirma a existência da

associação deste dado contábil com o preço das ações (BALL; BROWN, 1968) e confirma a utilidade do lucro contábil na previsão de ganhos, recomendações de ações (FOGARTY ROGERS, 2005) e na aplicação do índice de preço sobre o lucro para estimativa do valor da empresa (BACKER, 1999). De acordo com Cascino *et al.* (2013), o lucro é relevante para esse usuário contábil pois contribui para estimar os fluxos de caixa futuros.

Tabela 10: Resultados para as variáveis do modelo de VR

	pr¹	dfinobt²	finobt¹
pl	0,708*** (0,086) ^a	0,161 (0,236) ^a	1,493*** (0,227) ^a
lucliq	0,529*** (0,067) ^a	0,116 (0,196) ^a	0,261 (0,195) ^a
ki	-0,332*** (0,065) ^a	0,909** (0,375) ^a	-0,866* (0,444) ^a
rf	-0,009 *** (0,003) ^a	-0,129*** (0,015) ^a	-0,025*** (0,009) ^a
Constante	1,989 (0,042) ^a	- -	10,113 (0,104) ^a
F / LR chi2	53,23***	82,71***	15,52***
Prob > F	0,000	0,000	0,000
Prob > chi2	0,000	0,000	0,000
R ² within	0,0413	-	0,0094
R ² between	0,0228	-	0,0301
R ² overall	0,0191	-	0,0253
Observações	22.382	10.375	12.352

VR: modelo de relevância da informação contábil para o investidor.

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

dfinobt: *dummy* (1 para o finobt com valor positivo; 0 para o finobt com valor zero).

pl: patrimônio líquido.

lucliq: lucro líquido.

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

² Estimação por meio de regressão *logit* binomial em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Os resultados para investidor, cuja *proxy* de decisão é o preço da ação (pr), identificaram que o patrimônio e o lucro líquido foram significativos a 1%. Os achados dessa análise são coesos com as evidências apresentadas por Ohlson (1995), Collins, Maydew e Weiss (1997), Lopes (2002), Clarkson *et al.* (2011), Sarlo Neto *et al.* (2014) e Cloult, Falta e Willett (2016) de que essas informações contábeis são relevantes para as decisões de negociação de ações. Apesar de essas pesquisas identificarem distintos graus de relevância (significância) do patrimônio e do lucro, ambas as variáveis permaneceram relevantes nas evidências desses estudos.

Os coeficientes positivos para essas duas medidas contábeis (*pl* e *lucliq*) para o investidor (*pr*) significam que essas variáveis estão associadas à valorização do preço da ação em virtude da maior negociação desses ativos. O investidor tende a realizar a aplicação de seu capital em empresas com maior patrimônio e lucro líquido, visto que essas medidas também contribuem para aumentar o valor da empresa. Como esta pesquisa foi realizada após a adoção obrigatória das IFRS, tais resultados apresentados para o investidor constituem em evidências de que as medidas a valor justo permanecem relevantes para os investidores e continuam a influenciar as decisões destes usuários quanto ao provimento de capital.

Ao substituir a variável dependente no modelo de VR pelas *proxies* de decisão do credor foi possível observar se as informações contábeis relevantes para o investidor são também relevantes para o credor. Assim, ao substituir o preço da ação (*pr*) pela *proxy* de decisão do credor referente à concessão de crédito (*dfinobt*), nenhuma variável contábil do modelo do investidor foi relevante para o credor.

De acordo com a Tabela 10, o resultado não significativo para o lucro líquido para a *proxy* de concessão (*dfinobt*) sugere que a presença de elementos transitórios nesta medida contábil torna mais difícil a determinação dos lucros futuros dos mutuários e a realização de estimativas quanto ao seu risco de crédito, tal como identificado nas evidências de *credit relevance* (CR). A existência desses elementos transitórios está associada às formas alternativas de mensuração e contabilização derivadas da aplicação das normas IFRS.

Holthausen e Watts (2001) e Dermerjian (2011) mencionam que as mudanças ou ajustes feitos nas demonstrações financeiras pelas empresas em decorrência de alterações normativas podem ser relatados diretamente no patrimônio líquido e não passar pelo resultado ou evitam temporariamente o seu reconhecimento no resultado. Esses fatores, além das novas formas de contabilização pelas normas IFRS, assim como a relação *dirty-surplus*, podem explicar o resultado identificado no modelo de concessão (*dfinobt*), em que as variáveis do lucro e do patrimônio não foram relevantes.

Diferentemente do modelo com a *proxy* de concessão (*dfinobt*), o patrimônio líquido foi relevante na decisão do credor para a *proxy* do volume de crédito (*finobt*), sendo esse dado contábil, portanto, relevante para tomada de decisão quanto ao montante de recursos financeiros a ser concedido (*finobt*) pelo credor. Essa evidência está associada aos achados Mather e Peirson (2006), os quais identificaram que patrimônio líquido foi um dos *covenants* financeiros que apresentou maior frequência nos contratos de dívida privada. Por isso, o patrimônio é uma medida útil nos contratos e para decisão do volume de recursos financeiros a serem liberados ao mutuário.

Ainda, o patrimônio líquido pode fornecer informações do limite inferior do valor dos ativos e passivos separáveis (KOTHARI *et al.*, 2010) e, neste caso, o limite inferior, segundo Watts (2003), aproxima-se do valor mínimo que se pode efetivamente recuperar em caso de liquidação ordenada. Por isso, o sinal positivo do coeficiente do patrimônio líquido significa que o maior valor deste dado contábil do mutuário é relevante para a decisão do credor, pois contribui para determinar o valor do numerário liberado na forma de empréstimos e financiamentos.

O resultado do lucro para o modelo do credor diverge de parte da literatura associada às informações contábeis relevantes para o credor, pois Ohlson (1980) e Ziebart e Reiter (1992) identificaram que o lucro foi relevante na previsão de falência e na estimativa do risco de inadimplência. Contudo, os resultados para o credor nessa pesquisa estão consoantes às evidências associadas aos estudos da literatura de *covenants*, os quais identificaram que o lucro foi menos frequente nos contratos de dívida e apresentou menor utilidade para fins de contratação (MATHER; PEIRSON, 2006).

Assim, os resultados evidenciaram que nem todas as informações relevantes para os investidores são consideradas relevantes para os credores. Como o efeito das escolhas de alternativas contábeis sob as normas IFRS é refletido nas informações contábeis públicas disponíveis, os resultados estão coesos com os argumentos de Hann, Heflin e Subramanayam (2007) de que uma alternativa contábil preferencial da perspectiva dos investidores não é necessariamente preferível do ponto de vista dos credores.

4.2.2. Informações contábeis contidas no modelo de VRC

O modelo de relevância contábil para o credor (VRC) foi baseado na literatura de CR e nos estudos associados à relevância da informação contábil para o credor referente à previsão de falência e aos *covenants*. Este modelo proposto considera que o EBITDA, o ativo tangível, a alavancagem e a cobertura de juros são informações que contribuem para a estimativa do risco de crédito e são capazes modificar a decisão do credor quanto ao provimento de capital. Para esta pesquisa, foi testada se essas informações são relevantes nas decisões de negociação de ações pelo investidor e de concessão de crédito e seu respectivo montante pelo credor.

A substituição das *proxies* de decisão no modelo de VRC – presença do financiamento obtido (dfinobt) e o valor do financiamento obtido (finobt) – pela *proxy* de

decisão do investidor (preço da ação – pr) permitiu observar se as informações contábeis relevantes para o credor são também relevantes para o investidor. Conforme a Tabela 11, verificou-se que as variáveis independentes do modelo de VRC foram todas significativas para o investidor.

Tabela 11: Resultados para as variáveis contidas no modelo de VRC

	pr¹	dfinobt²	finobt¹
ebitda	0,574*** (0,070) ^a	-0,105 (0,238) ^a	0,425* (0,230) ^a
atliq	-0,234** (0,112) ^a	0,312 (0,323) ^a	1,107*** (0,257) ^a
alav	-0,110*** (0,017) ^a	-0,180*** (0,053) ^a	-0,310*** (0,038) ^a
cjur	0,000** (0,000) ^a	0,000 (0,000) ^a	0,000 (0,000) ^a
ki	-0,323*** (0,068) ^a	0,633 (0,404) ^a	-1,039** (0,467) ^a
rf	-0,016*** (0,003) ^a	-0,128*** (0,016) ^a	-0,031*** (0,009) ^a
Constante	2,482 (0,037) ^a	- -	10,728 (0,096) ^a
F / LR chi2	30,98***	84,50***	15,90***
Prob > F	0,000	0,000	0,000
Prob > chi2	0,000	0,000	0,000
R ² within	0,0405	-	0,0133
R ² between	0,1006	-	0,0004
R ² overall	0,0726	-	0,0010
Observações	22.642	9.365	11.577

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

dfinobt: *dummy* (1 para o finobt com valor positivo; 0 para o finobt com valor zero).

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

² Estimação por meio de regressão *logit* binomial em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

O sinal positivo das medidas associadas ao resultado para o investidor (pr) possuem significados vinculados à avaliação e proteção dos recursos. O EBITDA, assim como o lucro, é utilizado para precificação e avaliação de ações, além de ser útil na estimativa e avaliação do valor da empresa (DAMODARAN, 2007). O sinal positivo deste coeficiente indica que empresas com maior EBITDA tendem a apresentar maiores valores das ações, situação que pode determinar a decisão do investidor em prover recursos às empresas.

A relevância da alavancagem e o sinal negativo do coeficiente desta variável para o investidor (pr) indica que a empresa que apresenta alavancagem mais baixa pode determinar a decisão do investidor em aplicar seu capital na empresa. Esse resultado para o investidor significa que a maior alavancagem induz ao maior risco de crédito, pois, segundo Dimitrov e Jain (2008) e Sivaprasad *et al.* (2010), valores altos desse índice podem impactar negativamente o retorno de seus recursos aplicados. O risco de crédito aumenta principalmente quando a maior alavancagem está associada ao alto custo da dívida da empresa, assim como a um alto nível de inadimplência desta.

A variável do ativo tangível no modelo do investidor (pr), cujo coeficiente apresentou sinal negativo, indica que a menor intensidade de capital pode determinar a decisão de negociação de ações. Essa evidência significa que a menor tangibilidade dos ativos para o investidor sugere a perspectiva de efeitos indiretos de maior lucratividade em razão do menor grau de imobilização, o que pode gerar maior retorno para seu capital aplicado e maiores valores residuais disponíveis por meio dos dividendos.

A Tabela 11 também apresenta os resultados para o credor, com modelo de VRC referentes às *proxies* do credor para a decisão de concessão (dfinobt) e para a decisão do volume de crédito (finobt). Os resultados da *proxy* da concessão de crédito (dfinobt), que considera apenas a decisão dicotômica (concessão ou não do crédito), mostraram somente a alavancagem como informação contábil relevante. Embora os resultados para os modelos da decisão de concessão (dfinobt) tenham apresentado um número menor de variáveis relevantes comparado ao modelo com a *proxy* de decisão do volume concedido (finobt), os sinais dos coeficientes da informação contábil significativa referente às duas *proxies* do credor (a alavancagem) apresentaram os sinais dos coeficientes conforme o esperado.

De acordo com resultados da *proxy* do volume (finobt), a cobertura de juros não foi significativa, mas o ativo tangível e a alavancagem foram significativos a 1% e o EBITDA a 10%, sugerindo que essas variáveis determinam a decisão do volume de empréstimos e financiamentos a serem concedidos pelo credor. A evidência da relevância contábil do EBITDA para o credor (finobt) está em conformidade à literatura associada às informações contábeis consideradas relevantes para este usuário: a previsão de falência e os *covenants*. Altman (1968) identificou que o EBITDA juntamente com outras medidas contábeis, contribuiu para a classificação de empresas falidas e não falidas. Os estudos dos *covenants* evidenciaram a utilidade do EBITDA nos contratos de dívida (MATHER; PEIRSON, 2006; SILVA, 2008; LI, 2011; NINI *et al.*, 2012; DOU, 2012), sendo essa medida de resultado

também observada como dado contábil relevante na estimativa de risco de crédito realizada pelos analistas de agências de classificação de risco (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014).

Ainda, o EBITDA é utilizado pelo credor como uma medida que naturalmente ajusta os lucros. Segundo Li (2011), o EBITDA é uma das informações utilizadas com objetivo de remover componentes transitórios do lucro e, conforme Beatty *et al.* (2008), boa parte dos ajustes é feita para isolar o efeito das mudanças no GAAP. Assim, além destes fatores explicarem a relevância do EBITDA, a direção do coeficiente desta variável significa que empresas com resultados maiores de suas atividades operacionais podem obter maior volume de crédito, pois elas sinalizam para o credor a perspectiva de geração de fluxos de caixa futuros.

O resultado para a cobertura de juros no modelo do credor com a *proxy* do volume (*finobt*) não indicou a sua relevância, evidência contrária à literatura associada às informações contábeis relevantes para esse agente econômico. Nessa literatura a cobertura de juros foi observada como medida significativa no modelo de *credit relevance* (CR) analisado por Kosi, Pope e Florou (2010) e Lima (2015), os quais identificaram a relevância desse dado contábil para os analistas de agências de *rating* de crédito nas empresas que adotaram obrigatoriamente as IFRS.

A evidência referente à cobertura de juros no modelo de VRC também foi contrária aos achados apresentados nos estudos dos *covenants*. A cobertura de juros, segundo Dichev e Skinner (2002), Mather e Peirson (2006) e Chava e Roberts (2008), foi identificada como uma das medidas mais utilizadas nos contratos de crédito. A partir dessas observações, considerando as evidências para os *covenants* e as diferentes evidências para o CR, depreende-se que a cobertura de juros pode ser útil no monitoramento do credor, porém pode não ser relevante para a decisão de concessão de crédito e para a determinação de seu volume em condições gerais. Como a cobertura de juros utiliza valores do EBIT, que considera efeitos da depreciação e amortização (excluindo-os dessa medida), é possível que o EBIT, por incluir efeitos não decorrentes de saídas efetivas de caixa, possa ser mais relevante para determinação do montante concedido, visto que esta medida foi significativa no modelo para a *proxy* do volume.

A alavancagem foi significativa no modelo do credor, consoante ao esperado para esse usuário, pois indicou que as empresas menos alavancadas têm maior propensão para obtenção de financiamentos. Essa observação significa que os credores usam essa informação como parâmetro na decisão de provimento de capital, sendo possível depreender que os

credores limitariam créditos às empresas mais alavancadas. Igualmente, essa observação sugere que essa informação possa ser utilizada como *covenant* contábil negativo, uma vez que uma das funções desses tipos de *covenants*, segundo Watts e Zimmerman (1986) e Frost e Bernard (1989), é limitar a contratação de novas dívidas. Essa evidência é corroborada por Dichev e Skinner (2002) e Chava e Roberts (2008), os quais identificaram a alavancagem como um dos indicadores associados às medidas do balanço nos contratos de dívida.

Os resultados referentes à alavancagem para o credor estão associados aos achados de Kosi, Pope e Florou (2010), Wu e Zhang (2014) e Lima (2015), os quais verificaram que esse indicador foi relevante no modelo de CR, indicando ser uma medida útil para a estimativa do risco de crédito e consequentemente, na análise desta tese, provou ser relevante para o credor decidir pelo provimento de capital.

A evidência, na Tabela 11, para o coeficiente do ativo no modelo do credor (finobt) indica que quanto maior o valor dos ativos tangíveis, maior a possibilidade de o credor assegurar o recebimento dos recursos fornecidos. Esse argumento é reforçado por Dichev e Skinner (2002) e Chava e Roberts (2008, p. 2091), os quais observaram que os ativos tangíveis estão entre as medidas dos balanços contidas nos contratos de crédito. Considerando que esses ativos podem ser incluídos como garantias nos contratos de empréstimos, os resultados da Tabela 11 também apresentam conformidade com as constatações de Beiruth (2015) e Beiruth *et al.* (2017) de que as empresas têm utilizado esses elementos como *covenants*.

Confirma-se, por meio do resultado para o ativo tangível (finobt), a associação desses achados às evidências das pesquisas de CR (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014; LIMA, 2015), as quais utilizaram essa medida contábil para captar a sensibilidade do risco de crédito. Essas pesquisas identificaram coeficientes positivos e significativos dos ativos para maiores *ratings* de crédito (menores risco de crédito). É possível, assim, depreender que o maior valor dos ativos tangíveis gera a perspectiva para o credor de um menor risco de crédito e, com efeito, influência na decisão do volume de crédito concedido.

Ainda, o resultado da direção do coeficiente para o ativo, conforme a Tabela 11, significa que o retorno dos recursos providos pelos credores na forma de financiamento pode ser assegurado pelos ativos tangíveis que os mutuários dispõem. Esse contexto está coeso com as menções de Qian e Strahan (2007), Bae e Goal (2008) e Demiroglu e James (2010) quanto à aplicação dos direitos dos credores e sua proteção por meio do controle de riscos. Assim, o

coeficiente positivo do ativo significa a demanda por garantias quando da decisão de fornecimento de recursos financeiros por meio de financiamentos. De acordo com Armstrong *et al.* (2010), ao contrário dos detentores de capital próprio, que são requerentes residuais, os credores têm prioridade em caso de falência e, muitas vezes, têm requisitos de segurança com colateral baseado nos ativos da empresa. Esse contexto reforça a evidência das diferenças informacionais entre os provedores de capital.

No modelo de VRC, entre as variáveis de controle, destaca-se que a taxa livre de risco (*risk-free*) foi significativa tanto para a *proxy* em que se considerou a decisão de concessão (*dfinobt*) como para a *proxy* de decisão referente ao volume de crédito concedido (*finobt*). O sinal desse coeficiente para as duas *proxies* foi apresentado conforme o esperado, constatação que significa, segundo Maclachlan (2004), que a taxa livre de risco pode funcionar como base para estabelecer o valor presente da perda de inadimplência, sendo útil, portanto, para a estimativa do risco de crédito e para a decisão do provimento de capital.

A partir dos resultados apresentados nas Tabelas 10 e 11, identificou-se que todas as informações foram relevantes para os investidores, porém nem todas foram relevantes para os credores, o que confirma a Hipótese 1 (H_1) e conclui-se que as informações contábeis relevantes nos modelos de decisão para provimento de capital dos investidores e dos credores por empréstimos são diferentes. Portanto, as informações contábeis relevantes para os credores não são as mesmas consideradas relevantes para os investidores, ou seja, o modelo de decisão desses usuários não é o mesmo. Assim, depreende-se que, de acordo com a citação de Florou e Kosi (2015), as evidências da relevância contábil no mercado de ações podem ser distintas das evidências da relevância contábil nos mercados de crédito e de dívida.

4.3. A influência do *enforcement* na relevância contábil para o credor

Esta análise corresponde à verificação da Hipótese 2 (H_2) de que as informações contábeis são menos relevantes para os credores por empréstimos nas empresas dos países com menor *enforcement*. Observaram-se quais as variáveis independentes do modelo de VRC foram relevantes para a decisão da concessão de crédito (*dfinobt*) e de seu volume concedido (*finobt*) nas empresas dos países com maior e com menor cumprimento dos padrões IFRS. Assim, nesta análise, são apresentados os resultados dos testes realizados referentes à decisão do credor quanto ao provimento de capital nos diferentes graus de *enforcement*.

Nos países com baixo *enforcement* as empresas podem não exercer efetivamente os padrões contábeis estabelecidos nas IFRS, ainda que tenham o *status* de adotantes obrigatórios. O reconhecimento de eventos contábeis pelo regime de competência e a contabilização desses eventos conforme as alternativas disponíveis estabelecidas pelas normas IFRS estão refletidas nos relatórios contábeis. Contudo, se o reconhecimento e a mensuração de fatos contábeis não são efetivamente aplicados em conformidade às normas IFRS, há possibilidade de existir o risco informacional (LIMA, 2015), situação em que as informações contábeis apresentadas nas demonstrações contábeis podem estar distorcidas. Por isso, a condição de baixo *enforcement* pode reduzir a relevância das informações contábeis para os credores. Ainda, esse fato pode gerar a redução da qualidade da informação contábil das empresas nesses países (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008), afetando também a decisão do credor para o provimento de capital, com base em informações contábeis.

A Tabela 12 apresenta os resultados referentes à análise das variáveis independentes do modelo de VRC, em que foi verificado se os dados contábeis contidos nesse modelo foram relevantes para a decisão da concessão de crédito (*dfinobt*) e do volume concedido (*finobt*) nos países com maior e com menor *enforcement*.

Os resultados para as variáveis do modelo de VRC nas empresas dos países com menor *enforcement* indicaram que, nos modelos de decisão de concessão de crédito (*dfinobt*) nenhuma informação contábil foi relevante. Esse resultado pode trazer indícios de que, para a decisão dicotômica de concessão de crédito, a contabilidade não é relevante em razão das alternativas disponíveis para reconhecimento e mensuração preconizadas pelas IFRS não serem efetivamente cumpridas. Em virtude desse fato, é possível que outros elementos, tais como as características da dívida (maturidade, taxa de juros etc.), possam ser mais relevantes em detrimento de informações contábeis nos países onde há menor *enforcement*.

No entanto, os resultados para os modelos de decisão do credor quanto ao volume de créditos concedidos (*finobt*), nos países com menor *enforcement*, apresentaram o ativo tangível (deduzidos da depreciação e amortização) e a alavancagem como dados contábeis relevantes. Esses achados podem indicar que, ainda que exista baixo *enforcement*, algumas informações contábeis podem determinar o montante de recursos financeiros a serem liberados ao mutuário devido à necessidade de garantia pelo credor e da redução de seus riscos.

Tabela 12: Resultados para as variáveis do modelo de VRC e o *enforcement*

	dfinobt²		finobt¹	
	Menor <i>enforcement</i>	Maior <i>enforcement</i>	Menor <i>enforcement</i>	Maior <i>enforcement</i>
ebitda	-0,281 (0,524) ^a	-0,063 (0,270) ^a	0,448 (0,440) ^a	0,418 (0,272) ^a
atliq	-0,073 (0,559) ^a	0,453 (0,399) ^a	1,275*** (0,379) ^a	0,958*** (0,334) ^a
alav	-0,126 (0,084) ^a	-0,219*** (0,068) ^a	-0,180*** (0,046) ^a	-0,449*** (0,059) ^a
cjur	-0,000 (0,001) ^a	0,001 (0,000) ^a	-0,001 (0,001) ^a	0,001 (0,000) ^a
ki	-0,002 (0,721) ^a	0,888* (0,491) ^a	-1,255 (0,767) ^a	-1,058* (0,591) ^a
rf	-0,112*** (0,017) ^a	-0,206*** (0,040) ^a	-0,013 (0,010) ^a	-0,153*** (0,033) ^a
Constante	- -	- -	11,460 (0,152) ^a	10,543 (0,142) ^a
F / LR chi2	48,40***	44,81***	4,73***	14,40***
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob > chi2	0,000	0,000	0,000	0,000
R ² within	-	-	0,0108	0,0220
R ² between	-	-	0,0140	0,0002
R ² overall	-	-	0,0144	0,0004
Observações	3.363	6.002	4.578	6.999

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

dfinobt: *dummy* (1 para o finobt com valor positivo; 0 para o finobt com valor zero).

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

² Estimação por meio de regressão *logit* binomial em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

A relevância do ativo tangível atesta que a necessidade mínima de garantia pode ser assegurada pelos ativos tangíveis de que os mutuários dispõem. Ainda, essa evidência é coesa com os achados de Hong, Hu e Zhang (2016) de que o efeito do *enforcement* sobre os contratos de dívida (*covenants*) é impulsionado principalmente por *covenants* que preservam o capital. A relevância da alavancagem é explicada em razão da redução dos riscos poder ser identificada por meio da proporção de dívida assumida pela empresa, comparada a seus recursos próprios. A evidência para esse dado está associada aos mesmos achados para a relevância contábil da alavancagem para os analistas de classificação de risco crédito, em que

Kosi, Pope e Florou (2010) e Wu e Zhang (2014) verificaram a utilidade desse indicador contábil para estimar o risco de crédito.

Os resultados apresentados na Tabela 12 para o maior *enforcement* indicaram que, para a decisão de concessão de crédito (dfinobt), somente a alavancagem foi relevante. Para a decisão referente ao volume de crédito concedido (finobt), o custo da dívida, o ativo tangível e a alavancagem foram significativos para o maior *enforcement*. A evidência para as informações que permaneceram relevantes para os dois graus de *enforcement* (ativo e alavancagem) pode ser explicada em decorrência da facilidade que o credor detém em obter informações adicionais diretamente com os mutuários, o que pode contribuir para determinar a decisão do volume de crédito a ser liberado à empresa. Ball *et al.* (2008), Demiroglu e James (2010) e Chen *et al.* (2015) citam que os credores por empréstimos, em razão de sua relação exclusiva com os mutuários, podem possuir informações não conhecidas por outros usuários e ter acesso a informações privadas sobre a qualidade de crédito e de alterações no risco. Contudo, ainda assim, a quantidade de informações contábeis relevantes foi menor na situação de maior risco informacional (menor *enforcement*).

Conforme a Tabela 12, a comparação dos resultados referentes ao modelo de VRC com as duas *proxies* para o credor (dfinobt e finobt) e para os diferentes graus de *enforcement*, confirmam a Hipótese 2 (H₂) de que as informações contábeis são menos relevantes para os credores por empréstimos nos países com menor *enforcement*. De acordo com os resultados, houve mudança na relevância das variáveis para o menor e o maior *enforcement* no modelo de concessão (dfinob) e para o modelo referente ao volume (finobt), em que, neste último caso, o custo da dívida não foi significativo para o baixo grau de *enforcement*, comparado ao alto *enforcement*.

Ainda na comparação dos diferentes graus de *enforcement* foi observado, de acordo com a Tabela 12, que tanto no menor, como no maior *enforcement*, o EBITDA e a cobertura de juros não modificaram as decisões do credor quanto à concessão (dfinobt) e/ou volume de crédito (finobt). Esse resultado indica que as medidas de resultado, independentemente do *enforcement*, não foram relevantes para o credor. Essa constatação pode sugerir que, ainda que essas medidas possam eliminar certos itens transitórios derivados das formas de contabilização pelas normas IFRS, em situações gerais, essa medida pode conter maior grau de discricionariedade em sua mensuração realizada pelo mutuário.

Os efeitos dos graus de *enforcement* na relevância contábil do patrimônio e do lucro líquido (modelo de VR) para a decisão do credor é apresentada no Apêndice 9. Esta análise também foi realizada para o investidor, apresentada no Apêndice 10.

4.4. A influência da alavancagem na relevância contábil para o credor

Esta análise referiu-se à verificação da Hipótese 3 (H_3) de que as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos quando o mutuário apresenta maior alavancagem. Foram observadas quais as variáveis independentes do modelo de VRC foram relevantes para a decisão da concessão (d_{finobt}) e do volume de crédito ($finobt$) na situação em que há maior risco de crédito. Para avaliar esse contexto, são apresentados na Tabela 13 os resultados da análise referente à decisão do credor quanto ao provimento de capital nas empresas com alta e baixa alavancagem.

As evidências indicaram que, na situação de alta alavancagem, o modelo com a *proxy* para concessão de crédito (d_{finobt}) apresentou a alavancagem e a cobertura de juros como medidas significativas para a decisão de concessão de crédito. Esse resultado significa que a maior alavancagem gera sinais de maior risco de crédito para os credores e esses, ao tomarem a decisão de provimento de capital, utilizam informações contábeis que asseguram a proteção e o retorno de seus recursos liberados na forma de financiamentos e empréstimos por meio da análise da cobertura de juros.

A evidência encontrada para a cobertura de juros indica que os credores, ao decidirem pela concessão de crédito em um contexto de maior risco de crédito, avaliam a capacidade do mutuário em atender as obrigações da dívida. As literaturas associadas às informações contábeis relevantes para o credor identificaram que esse índice é um dos mais utilizados nos contratos de crédito (DICHEV; SKINNER, 2002; MATHER; PEIRSON, 2006; CHAVA; ROBERTS, 2008; DEMERJIAN, 2011) e um dos dados contábeis relevantes para a estimativa de risco de crédito (KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014). Os achados para a relevância dessa informação para fins de tomada de decisão de provimento de capital estão consoantes às evidências referentes aos *covenants* e ao CR.

Os resultados do modelo do credor referente à *proxy* do volume ($finobt$) apresentaram o ativo tangível, a alavancagem e a cobertura de juros como medidas significativas para a decisão do volume de crédito a ser concedido às empresas. Os resultados do ativo tangível para o credor indicam a função desse dado contábil como garantia para os

créditos concedidos. Conforme Rajan e Winton (1995), o colateral fornece uma maneira de a empresa prometer o valor de liquidação de certos ativos a um credor. Por tal motivo, eles são incluídos nos contratos de dívida (DICHEV e SKINNER, 2002; CHAVA e ROBERTS, 2008; BEIRUTH, 2015); BEIRUTH *et al.* (2017), e considerados nas estimativas do risco de crédito (KOSI, POPE e FLOROU, 2010; WU e ZHANG, 2014). Desse modo, o ativo é relevante na decisão de provimento de capital, pois, a partir dele, assegura-se que certos valores da empresa podem ser dados como garantia e correspondem a valores que os mutuários podem ter em casos de dificuldades financeiras.

Tabela 13: Resultados para as variáveis do modelo de VRC e a alavancagem

	dfinobt ²		finobt ¹	
	Alta alavancagem	Baixa alavancagem	Alta alavancagem	Baixa alavancagem
ebitda	0,064 (0,064) ^a	-0,026 (0,081) ^a	0,335 (0,340) ^a	0,147 (0,475) ^a
atliq	0,111 (0,076) ^a	0,112 (0,102) ^a	0,718** (0,318) ^a	2,031*** (0,562) ^a
alav	-0,036*** (0,008) ^a	-0,319*** (0,103) ^a	-0,305*** (0,040) ^a	-2,436*** (0,519) ^a
cjur	-0,000** (0,000) ^a	-0,000 (0,000) ^a	0,003* (0,002) ^a	-0,005 (0,000) ^a
ki	-0,046 (0,171) ^a	0,198* (0,102) ^a	-3,247*** (1,246) ^a	-0,604 (0,551) ^a
rf	-0,014 (0,002) ^a	-0,035*** (0,005) ^a	-0,008 (0,011) ^a	-0,107*** (0,024) ^a
Constante	- -	- -	11,492 (0,144) ^a	9,969 (0,203) ^a
F / LR chi2	8,59***	10,81***	12,89***	9,31***
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob > chi2				
R ² within	-	-	0,0173	0,0255
R ² between	-	-	0,0149	0,0025
R ² overall	-	-	0,0099	0,0001
Observações	10.120	6.442	7.601	3.976

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

dfinobt: *dummy* (1 para o finobt com valor positivo; 0 para o finobt com valor zero).

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

² Estimação por meio de regressão *logit* binomial em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

A comparação dos resultados referentes às variáveis independentes do modelo de VRC nos diferentes níveis alavancagem para as duas *proxies* de decisão do credor (dfinobt e

finobt) confirmam parcialmente a Hipótese 3 (H_3). Assim, conclui-se de maneira parcial a afirmação de que as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos quando há maior alavancagem das empresas, pois apenas a cobertura de juros representou diferença nas informações contábeis relevantes entre as empresas com maior e menor alavancagem.

O impacto dos níveis de alavancagem na relevância das informações do patrimônio líquido e do lucro líquido para a decisão do credor quanto à concessão de crédito e o montante concedido é apresentado no Apêndice 11. Esta análise também é realizada para o investidor, contida no Apêndice 12, em que mostra a influência dos níveis de alavancagem nas decisões desse usuário.

4.5. A influência da classificação dos *ratings* na relevância contábil para o credor

As recentes pesquisas a respeito do *credit relevance* (CR) utilizaram o *rating* como medida para a *proxy* de decisão dos analistas de agências de classificação de risco. De acordo com essa literatura, os *ratings* capturam a habilidade de medidas financeiras explicarem risco de crédito (HANN; LU; SUBRAMANYAM, 2004). Para análise desta tese, os *ratings* foram considerados como *proxy* do risco de crédito, pois as atribuições de classificações mais baixas dos ratings às empresas podem indicar o maior nível desse risco.

A Hipótese 4 (H_4) estabelece que as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos quando há classificação mais baixa dos *ratings* de crédito do mutuário. Nessa análise foram consideradas somente as empresas que possuem *ratings*, abrangendo as empresas que emitem títulos de dívida e que, portanto, receberam créditos. Como em praticamente todos os períodos da análise as empresas da amostra para essa hipótese receberam financiamentos, tal condição não permitiu que a análise do modelo *logit* – referente à decisão de concessão do crédito (dfinobt) – fosse operacionalizada. Por isso, a análise da H_4 contemplou somente a decisão do volume de crédito concedido (finobt).

A Tabela 14 apresenta os resultados referentes à análise do modelo de VRC na situação onde há baixa e alta classificação dos *ratings*, indicando respectivamente o maior e o menor risco de crédito. Quando há o maior risco de crédito (baixo *rating*), verifica-se que o EBITDA e a alavancagem foram variáveis significativas para a decisão de provimento de capital. Esse resultado significa que os credores por empréstimos utilizam informações que indiquem a perspectiva de fluxos de caixa futuros e a proporção de dívidas assumidas pela

empresa, uma vez que, no contexto de maior risco de crédito, o EBITDA e a alavancagem são dados contábeis que podem informar, respectivamente, sobre o retorno e o risco dos recursos financeiros providos e a serem fornecidos para o mutuário.

Tabela 14: Resultados para as variáveis do modelo de VRC e os ratings

	finobt¹	
	Baixo Rating	Alto Rating
ebitda	2,681** (1,330) ^a	0,894 (1,018) ^a
atliq	1,308 (1,593) ^a	1,145 (0,956) ^a
alav	0,124*** (0,041) ^a	-0,062 (0,045) ^a
cjur	-0,008 (0,008) ^a	-0,000 (0,000) ^a
ki	-1,607 (2,376) ^a	0,059*** (0,002) ^a
rf	0,061*** (0,019) ^a	0,109** (0,052) ^a
Constante	12,017 (0,553) ^a	13,151 (0,484) ^a
F	4,74	2.170,47
Prob > F	0,000***	0,000***
R ² within	0,0635	0,0176
R ² between	0,0039	0,0046
R ² overall	0,0164	0,0054
Observações	440	894

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Na situação de menor risco de crédito, nenhuma informação contábil foi relevante para o credor. Essa evidência é coesa aos achados de Jorion *et al.* (2009), os quais verificaram que os indicadores comumente utilizados para os credores apresentaram redução de sua relevância nas empresas com graus de investimento. Esse resultado também pode sugerir que, por não haver o indicativo de risco de crédito e os mutuários serem empresas que emitem títulos de dívida, as decisões dos credores quanto ao provimento de capital podem estar baseadas em outros elementos que estejam associados aos títulos de dívida, tais como data de emissão, prazo de vencimento, rendimento, tipo (convertível ou não em ações), taxa de cupom, entre outros.

Os resultados da Tabela 14 referentes à análise das variáveis contábeis do modelo de VRC confirmam a Hipótese 4 (H_4) de que as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos nas baixas classificações de *ratings* de crédito (situação de maior risco de crédito). Essa evidência mostra que esse grupo de credores, ao considerar o maior risco de crédito em suas decisões de provimento de capital, utiliza medidas que naturalmente isolam o efeito GAAP e ajustam os lucros, caso do EBITDA (SKINNER, 2011), e que indicam a proporção de dívidas já assumidas pelo mutuário (alavancagem), uma vez que parte dessas dívidas está ou pode ser convertidas em títulos negociados no mercado de crédito.

Ressalta-se que as informações contábeis relevantes na condição de maior risco ocasionada pela baixa atribuição de *ratings* envolvem empresas que já obtiveram créditos e emitem títulos de dívida, sujeitas, segundo Armstrong *et al.* (2010), aos regulamentos da SEC. Ou seja, as empresas apresentam suas informações conforme os requisitos de divulgação e têm seus relatórios auditados. Assim, essas evidências atestam que os dados contábeis considerados no modelo de VRC proposto nesta pesquisa são relevantes nas condições em que há maior risco de crédito, indicando que essas informações contábeis são relevantes para a decisão de provimento de capital nessa condição.

A influência das classificações altas e baixas de *rating* na relevância das informações do modelo de VR (patrimônio e lucro) para a *proxy* de decisão do credor (*finobt*) é apresentada no Apêndice 13. O impacto dessas classificações nas decisões do investidor (*pr*) é descrita no Apêndice 14.

4.6. Resumo dos Resultados

Neste item, foram descritos os principais resultados desta pesquisa. A Figura 2 apresenta o resumo dos resultados referentes à hipóteses geral e específica. Nessa síntese, além de serem apresentadas essas hipóteses, foram citados os resultados que abrangeram a análise das variáveis independentes contidas nos modelos de VR e do modelo de VRC, referentes ao objetivo geral da pesquisa. Foram também apresentados nesse resumo os resultados para as duas *proxies* de decisão do credor referentes à concessão de crédito (*dfinobt*) e do volume concedido (*finobt*), correspondente aos objetivos específicos.

Na hipótese geral, os resultados indicaram que as informações contábeis do modelo do investidor (VR) foram todas significativas para suas decisões de negociação das ações. Esses mesmos dados contábeis não foram relevantes para a decisão do credor quanto à

concessão de crédito, mas para a decisão referente à determinação do montante de recursos financeiros a serem concedidos ao mutuário, o patrimônio líquido foi relevante. Quando foram consideradas as variáveis independentes do modelo do credor (VRC), todas as informações contábeis contidas nesse modelo foram relevantes para o investidor, sendo que, para o credor, foram significativos os dados do ativo tangível, do EBITDA e da alavancagem.

Ainda na hipótese geral, cabe ressaltar que, enquanto somente a alavancagem foi relevante para a decisão dicotômica de concessão de crédito, observou-se que o EBITDA, a alavancagem e o ativo tangível foram relevantes para a decisão quanto ao volume de crédito a ser concedido para a empresa. Assim, com base nos resultados apresentados para as variáveis dos modelos de VR e VRC, a hipótese de que as informações contábeis relevantes nos modelos de decisão dos credores e dos investidores são diferentes foi confirmada.

Os resultados específicos analisaram as informações contábeis relevantes para os credores por empréstimos em um contexto em que há o maior risco informacional nas empresas localizadas em países com menor *enforcement* e o maior risco de crédito nas situações em que há maior alavancagem e baixos *ratings* das empresas. Observou-se que, nas empresas localizadas nos países com menor *enforcement*, nenhuma informação contábil foi relevante para a decisão de concessão de crédito (*dfinobt*). Porém, o ativo tangível e a alavancagem foram relevantes para a decisão do volume de crédito concedido (*finobt*). Essas evidências confirmaram a hipótese de que, nos países com menor *enforcement*, as informações contábeis são menos relevantes para os credores por empréstimos.

Nos períodos de maior alavancagem, as informações da cobertura de juros e da alavancagem foram relevantes para a decisão de concessão de crédito (*dfinobt*) e, para determinação do volume de crédito, o ativo tangível, a cobertura de juros e a alavancagem foram significativas (*finobt*). Esses resultados confirmaram parcialmente a hipótese de que, na condição de maior alavancagem do mutuário, os dados contábeis são mais relevantes para os credores.

Os resultados para as situações em que há baixa classificação dos *ratings* atribuído às empresas (que indicam maior risco de crédito) mostrou que o EBITDA e a alavancagem foram relevantes na decisão do credor para o provimento de capital. Esses achados, comparados aos altos e baixos *ratings*, confirmaram a hipótese de que, na condição de maior risco de crédito do mutuário, as informações contábeis são mais relevantes para os credores por empréstimos.

Figura 2: Resumo dos resultados da pesquisa

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A estrutura conceitual da contabilidade considera os investidores e os credores como principais usuários dos relatórios contábeis. Considerando o contexto da relevância da informação contábil, esta tese busca preencher as lacunas de pesquisa relacionadas às diferenças informacionais dos provedores de capital e à relevância contábil para o credor por empréstimo. Para isso, este estudo utiliza o modelo de relevância contábil do investidor (VR) e um modelo de relevância contábil proposto para os credores (VRC) com o objetivo de identificar as diferentes informações utilizadas por eles em suas decisões de provimento de capital. O modelo de VRC utilizado nesta pesquisa propõe uma *proxy* de decisão para o credor por empréstimo. Essa *proxy*, apresentada sob dois métodos operacionais, visa captar o impacto da informação contábil na decisão deste usuário quanto à concessão de crédito e na determinação de seu volume.

O credor por empréstimo possui menor assimetria informacional comparado ao investidor em razão da facilidade desse credor em obter informação privada. Ball *et al.* (2008), Demiroglu e James (2010) e Chen *et al.* (2015) citam que os credores por empréstimos, em razão de sua relação exclusiva com os mutuários, podem possuir informações não conhecidas por outros usuários e ter acesso a informações privadas. Por isso, essa característica contribui para o credor realizar o monitoramento do tomador de recurso e a tomada de decisão quanto ao provimento de capital, e, segundo Erkens, Subramanyam e Zhang (2014), também permite que os credores renegociem as violações de *covenants* de maneira mais oportuna e reduzam a necessidade de *covenants*. Essa condição torna possível identificar, por meio dos créditos obtidos pelos mutuários, quais as informações são relevantes para o credor em sua decisão para o provimento de capital.

Ainda, o resultado da decisão do credor, observado por meio do financiamento obtido por uma empresa, viabiliza decisões subsequentes como a emissão de dívidas no mercado e a opinião de agências quanto o risco de crédito. Ao mesmo tempo, o financiamento obtido permite ampliar a análise para relevância contábil abrangendo as decisões do credor por empréstimos, pois os demais credores, tais como agências classificação de risco (*ratings*) e detentores de títulos de dívida já apresentam evidências relacionadas à relevância da informação contábil, analisadas na literatura de *credit relevance*.

A pesquisa parte da hipótese de que as informações contábeis contidas no modelo de decisão do investidor e do credor são diferentes. O pressuposto admitido são os diferentes mecanismos de proteção adotados por credores e investidores e suas diferentes necessidades informacionais. Admitidas essas premissas, investidores e credores podem utilizar informações contábeis diferentes para a tomada de decisões referentes ao provimento de capital.

Os resultados mostraram que as informações contábeis do modelo do investidor, patrimônio líquido e o lucro líquido continuam sendo relevantes para esse usuário em suas decisões de negociação de ações. O modelo proposto para o credor atestou a relevância da informação contábil nas decisões para a concessão de crédito e para o volume de recursos financeiros concedidos. Na relevância contábil para o credor foram identificados o índice de alavancagem como informação relevante para a concessão de crédito, e, o EBITDA, o ativo e a alavancagem como dados contábeis relevantes para determinação do volume de crédito a ser concedido.

Todavia, enquanto todas as informações do modelo do credor foram relevantes para o investidor, impactando suas decisões de negociação de ações, nenhuma informação contábil do modelo do investidor foi relevante para o credor em sua decisão de concessão de crédito às empresas, sendo que, para a decisão do volume de crédito concedido, somente o patrimônio líquido foi relevante. Assim, confirmou-se a hipótese geral de que as informações contábeis relevantes nos modelos de decisão dos investidores e credores são diferentes em condições gerais.

Os argumentos da literatura (DEMERJIAN, 2011; BALL; LI; SHIVAKUMAR, 2013) demonstraram que, com a adoção das normas IFRS, a mensuração de fatos contábeis a valor justo limitou a utilidade da contabilidade nos contratos de crédito, ocorrência explicada pelas evidências (BALL; LI; SHIVAKUMAR, 2013; 2015; CHEN *et al.*, 2015) da redução do uso dos *covenants* contábeis para fins de contratação. De acordo com Demerjian, Donovan e Larson (2016), as estimativas de valor justo com base em preços de mercado observáveis, como os de nível 1, são provavelmente livres de viés, enquanto as estimativas de valor justo de nível 2 e 3 são baseadas em suposições da administração e proporcionam ao mutuário maior oportunidade de manipular as estimativas de valor justo para permanecer em conformidade com os limites estabelecidos em um acordo financeiro. Desse modo, as alternativas de escolhas contábeis das normas IFRS podem permitir condutas discricionárias e acarretar o gerenciamento de resultados.

As medidas contábeis podem ter sofrido redução da frequência de seu uso nos contratos de crédito em razão de algumas dessas medidas não permitirem identificar a efetiva violação de um *covenant*. Os ajustes decorrentes da aplicação de alternativas contábeis de reconhecimento e mensuração, segundo Watts (2003) e Kothari, Ramanna e Skinner (2010), devem ser facilmente verificáveis para serem úteis nos contratos. Por isso, nos casos de ausência da verificabilidade, os credores por empréstimos podem não incluir determinadas informações contábeis nos contratos e realizar ajustes nos dados contábeis. Inclusive, para esses ajustes, o credor pode obter dados adicionais por meio de informações privadas.

Contudo, a obtenção de informações privadas pelos credores e os ajustes demandados por estes usuários para determinados dados contábeis não implicam que eles não realizem o monitoramento do mutuário, pois eles podem fazê-lo mesmo que esses dados não sejam incluídos nos contratos. É possível, portanto, que as informações contábeis sejam úteis para os credores para fins de monitoramento e também relevantes para análise do risco de crédito das empresas, assim como para a decisão de provimento de capital. Nesse contexto, a influência do *enforcement* e do risco de crédito nas informações contábeis que impactam as decisões desses credores para o provimento de capital não está suficientemente clara na literatura e não há evidências do impacto desses fatores na relevância contábil dos credores por empréstimos. Assim, as hipóteses específicas verificadas partem do pressuposto de que as informações contábeis são menos relevantes para os credores nas condições de o maior risco informacional (menor *enforcement*) e mais relevantes nas situações de maior risco de crédito (maior alavancagem e baixa classificação dos *ratings*).

Os resultados das hipóteses específicas mostraram que, nos países com menor *enforcement*, nenhuma informação contábil foi relevante para a decisão de concessão e apenas as informações da alavancagem e do ativo tangível foram relevantes para decisão do montante de crédito concedido às empresas. O maior indicativo de risco de crédito conduzido pela maior alavancagem nas empresas em geral mostrou que, além da própria alavancagem ter sido significativa, a cobertura de juros foi relevante para a decisão de concessão, e o ativo tangível e a cobertura de juros foram relevantes para a decisão do volume de crédito concedido nessa condição. Nas empresas que emitiram títulos de dívida no mercado e apresentaram maior risco de crédito (baixos *ratings*), a alavancagem e o EBITDA foram relevantes para os credores em suas decisões de provimento de capital.

As evidências das hipóteses específicas sugerem que, embora a literatura de *covenants* tenha apresentado a redução do uso das informações contábeis para fins de

contratação, as informações contábeis foram relevantes nas decisões de provimento de capital dos credores por empréstimos. Nas condições de risco de crédito, a contabilidade foi relevante nas empresas em geral e nas empresas que emitem/emitiram títulos de dívida no mercado. Porém, essas informações foram menos relevantes na condição de maior risco informacional. Assim, os resultados confirmaram a hipótese específica que as informações contábeis são menos relevantes para o risco informacional e são mais relevantes para o risco de crédito.

Ressalta-se que, ao contrário da hipótese específica para o risco informacional, na condição de maior risco de crédito as medidas de resultado foram relevantes. O EBITDA e a cobertura de juros (índice baseado no EBIT) são dados contábeis que, conforme Skinner (2011), isolam o efeito GAAP e ajustam os lucros, e, de acordo com Demerjian (2011), necessitam de ajustes menos complexos a serem feitos pelos credores se comparados às medidas de balanço. Esse contexto está coeso à menção de Cascino *et al.* (2013, p. 10) de que os credores preferem uma contabilidade conservadora. Ainda, esses resultados apresentaram evidências similares às encontradas na literatura de CR (HANN; SUBRAMANAYAM, 2007; KOSI; POPE; FLOROU, 2010; WU; ZHANG, 2014), cujos achados identificaram que a alavancagem, o EBITDA (utilizado no cálculo do retorno do ativo) e a cobertura de juros contribuíram para a estimativa do risco de crédito. Assim, na situação de risco de crédito, tanto as medidas do balanço como as do resultado foram relevantes para os credores por empréstimos em suas decisões de provimento de capital.

A partir dos resultados das hipóteses específicas, verificou-se que as evidências das literaturas associadas aos contratos e à avaliação de risco de crédito confirmaram a relevância de medidas contábeis do balanço e do resultado para a decisão de concessão de crédito. Kothari, Ramanna e Skinner (2010) citam que o papel da demonstração de resultados é medir o desempenho da administração e o papel do balanço está relacionado à administração dos ativos da companhia. Sendo assim, segundo os autores, o papel da contabilidade nos contratos sobrepor-se-ia à avaliação da empresa ou de riscos desta. Entretanto, Lambert (2010) discorda da admissão de que a informação contábil objetiva a elaboração de contratos em detrimento da avaliação da empresa e de seus riscos, visto que a avaliação é útil na previsão de dificuldades financeiras. Portanto, não há abordagem predominante ou explícita na adoção das IFRS, assim como não há, de acordo com os resultados desta tese, o consenso de preferência quanto às medidas de resultado ou de balanço atribuídas pelos credores após a adoção das IFRS.

Apesar da possibilidade de as medidas contábeis com maiores critérios de verificabilidade aumentarem a eficácia das informações contábeis nos contratos, Givoly,

Hayn e Katz (2016) destacam que a adoção do valor justo, ao impactar as medidas do balanço, tais como o valor de liquidação da empresa, aumenta o conteúdo informacional dos números contábeis para os credores. De acordo com Ball, Li e Shivakumar (2015), se as informações contábeis do passivo, mensuradas a valor justo, indicarem o montante atual da obrigação contratual da empresa (repagamento, incluindo o principal mais os juros), as informações do passivo podem ser úteis para os credores.

Um fator que age em direção oposta, segundo Givoly, Hayn e Katz (2016), é a contabilização de ativos intangíveis que, juntamente com o aumento da intensidade do investimento nestes ativos, pode diminuir a utilidade das demonstrações financeiras para os credores. Isso pode ocorrer, pois, conforme os autores, os credores estão mais preocupados com a capacidade da informação contábil em transmitir prontamente riscos de perdas e informações desfavoráveis do que com as informações que indicam oportunidades de crescimento. Assim, a medida de valor justo pode ser relevante para o credor para medidas do passivo, mas não para as medidas do ativo, o que pode ser explicado em virtude de sua preferência por medidas com atributos do conservadorismo. Ainda, o aumento de intangíveis traz a percepção para o credor da possibilidade da existência *accruals* discricionários, o que pode dificultar sua estimativa para o risco de crédito e, conseqüentemente, impactar as decisões de provimento de capital.

Esta tese identificou que, assim como as medidas do resultado, as medidas contábeis do balanço têm sido relevantes para decisão de provimento de capital, pois são úteis na avaliação dos riscos de crédito para fins de concessão de empréstimos. Essas avaliações, além de serem realizadas com objetivo de preservar o retorno sobre os recursos fornecidos, também visam minimizar as perdas esperadas, as quais são estimadas pelos credores.

Com adoção da IFRS 9, a abordagem de perda de crédito esperada é considerada, pois esta não era prevista pela IAS 39, a qual somente incluía a perda incorrida. A adoção completa da norma contábil IFRS 9 impactará as demonstrações dos bancos e a contabilidade poderá refletir o modelo de risco adotado pelo credor, visto que, em sua implementação, são previstos o aumento das provisões e o reconhecimento tempestivo das perdas. Portanto, os achados dessa pesquisa para os modelos do credor por empréstimos podem gerar reflexões acerca dos futuros efeitos advindos da aplicação dessa norma, uma vez que as perdas esperadas consideram as estimativas de risco de crédito.

É possível que, nesse novo contexto (com as IFRS 9 em vigor) as informações do EBITDA sejam relevantes, porém esta pesquisa identificou que, ao considerar o alto e baixo

grau *enforcement*, essa medida não foi relevante. Esse fato demanda a apreciação pelos órgãos normativos contábeis em sugerir a normatização dessa medida devido à possibilidade de discricionariedade em seu cálculo pelo mutuário.

Esperava-se que o EBITDA fosse relevante para o credor com o maior grau de *enforcement*. De acordo com Barth, Landsman e Lang (2008), o *enforcement* contribui para o reconhecimento de valores destinados a representar fielmente a economia subjacente de uma empresa, por isso a importância da apreciação de normatização para o EBITDA. Se os efeitos econômicos não podem ser captados por essa medida, convém aos órgãos normativos contábeis debater a respeito da elaboração e construção dessa informação divulgada publicamente. Ainda, as evidências desta tese podem ser utilizadas para a avaliação dos efeitos de alterações normativas contábeis, uma vez que os resultados dessa pesquisa podem também destacar a necessidade de se considerarem diferentes perfis de usuários no desenvolvimento de normas contábeis.

Cabe mencionar que esta pesquisa possui algumas limitações. Uma delas é a de que as informações contábeis incluídas nos modelos do investidor (VR) e do credor (VRC) foram analisadas tais como se encontravam nos relatórios contábeis, sem quaisquer ajustes para as variáveis contidas nos modelos de VR e de VRC. Outra limitação refere-se às *proxies* de decisões utilizadas, as quais estão sujeitas a outros impactos que podem não ter sido captados ou controlados integralmente pelas variáveis de controle do custo da dívida e da taxa livre de risco. Na *proxy* do investidor, os preços das ações podem ser impactados por outras variáveis de mercado e por outras medidas e eventos não contábeis. Já a *proxy* do credor, referente aos financiamentos obtidos, além de sofrerem interferências de políticas econômicas (visto que não foram separados os empréstimos públicos e privados), podem ser impactados por outros valores referentes a ingressos de projetos de investimentos específicos, os quais podem gerar créditos não recorrentes.

A análise da relevância contábil para o credor envolveu variáveis utilizadas no modelo do CR, além de dados do EBITDA e dos ativos tangíveis (deduzidos da depreciação e da amortização). Outras variáveis que compõem os *covenants*, ou a análise de risco de crédito, poderiam ser utilizadas no modelo de VRC. Contudo, o uso de vários indicadores agrupados em um fator impediria a verificação da significância do coeficiente de variável específica.

O uso de alguns indicadores poderia limitar a aplicação do modelo ou a inferência dos resultados. O capital de giro, por exemplo, poderia ocasionar problemas de simultaneidade, em que a variável explicativa estaria contida na variável explicada, que, no caso desta pesquisa para o credor, corresponde ao financiamento obtido pelo mutuário. Assim,

caso uma variável com a característica de simultaneidade fosse inserida no modelo de VRC, a regressão de dados em painel seria inadequada, pois essa condição requereria a aplicação de equações simultâneas para o modelo do credor. Igualmente, essa mesma aplicação seria demandada para o modelo investidor de modo a captar a mesma propriedade, fato que traria a necessidade da inclusão de variáveis específicas com esse fim para o investidor (modelo de VR) e permitir a comparação com o credor e a análise da hipótese geral.

O modelo *logit* pode apresentar não normalidade e heterocedasticidade dos termos de erro e ainda que tenha se considerado efeitos fixos para a regressão *logit* em painel, esses fatores podem constituir em limitação da pesquisa, pois o modelo supõe que a probabilidades aumentam com os valores das variáveis explicativas. Outro fator que também pode ter limitado a pesquisa refere-se ao viés de sobrevivência ao selecionar as empresas da amostra.

As limitações deste estudo geram sugestões para futuras pesquisas como a adoção de testes de robustez para ambos os modelos, assim como a aplicação de modelos adequados aos dados adotados quando inseridas novas variáveis. Nessa direção, sugere-se também a inclusão de novos indicadores ou dados contábeis para os dois modelos: elementos que caracterizem a dívida para o modelo do credor ou elementos que possam identificar um fator específico para o investidor, como a intensidade ou variação de investimentos em ativos intangíveis. Sugere-se, ainda, a inclusão de outras variáveis de controle, tais como a relação entre tangíveis e intangíveis e, ainda, os *accruals* anormais ou extremos, discricionários e não discricionários, dados que também podem trazer mais respostas quanto às diferentes necessidades informacionais dos provedores de capital em contextos normativos específicos, econômicos ou da conduta discricionária do gestor.

A análise baseou-se em um período de tempo relativamente curto e é possível que os efeitos documentados sejam de curta duração, assim sugere-se que um período maior seja analisado. Além disso, outras *proxies* que contemplem credores específicos podem ser adotadas, tal como utilizado nas pesquisas de *credit relevance*.

A análise por setor econômico das empresas pode aprofundar os debates quanto ao efeito de alterações normativas e regulatórias nas decisões de provimento de capital de investidores e de credores. Os efeitos da concentração de propriedade na relevância da informação contábil para esses usuários e de *joint lead arrangers* para os credores pode também levantar indícios quanto à eficiência informacional e à alocação eficiente de capital, pois esses fatores dependem do ambiente contratual e de incentivos econômicos. Os impactos de políticas econômicas e de características institucionais nas informações relevantes dos

investidores e credores para o provimento de capital também podem contribuir para aprimorar a análise.

Espera-se que essas sugestões gerem trabalhos futuros, contribuindo para o aumento de evidências dos efeitos das normas IFRS para os credores e no debate acerca da utilidade das informações contábeis para os provedores de capital. Bourne (2014) cita que os padrões contábeis globais são desenvolvidos para permitir que investidores e credores avaliem melhor as demonstrações financeiras preparadas em diferentes jurisdições. Sendo assim, trabalhos futuros nesta temática também podem possibilitar que causas e efeitos de alterações normativas sejam apreciados nas pesquisas visto que, conforme Hoogervorst (2011), os relatórios financeiros são ingrediente importante para construir a confiança na economia de mercado global.

REFERÊNCIAS

- AGOSTINO, M.; DRAGO, D.; FILIPO, D. B. The value relevance of IFRS in European banking industry. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 36, n. 3, p. 437-457, 2011.
- AHMED, A. S.; NEEL, M.; WANG, D. Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 4, p. 1344-1372, 2013.
- ALFORD, A. A.; JONES, J.; LEFTWICH, R.; ZMIJEWSKI, M. The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries. **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 183-223, 1993.
- ALI, A.; HWANG, S. L. Country-Specific Factor Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 1, 2000.
- ALTMAN, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. **Journal of Finance**, v. 23, n. 4, p. 586-609, 1968.
- ALTMAN, E. I. Commercial Bank Lending: Process, Credit Scoring, and Cost of Errors in Lending. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 15, n. 4, p. 813-832, 1980.
- ALTMAN, E. I.; BAIDYA, T. K. N.; DIAS, L. M. R. Assessing Potential Financial Problems for Firms in Brazil. **Journal of International Business Studies**, v. 10, n. 2, p. 9-24, 1979.
- AMIR, E.; HARRIS, T. S.; VENUTI, E. K. A comparison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 230-264, 1993.
- ARMSTRONG, C. S.; BARTH, M. E.; JAGOLINZER, A. D.; RIEDL, E. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. **Working Paper** 09-32. Harvard Business School, p. 1-48, 2008. Disponível em: <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-032.pdf>. Acesso em: 11 maio 2015.
- ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 179-234, 2010.
- ARNSWALD, T. Investment Behaviour of German Equity Fund Managers: an Explanatory Analysis of Survey Data. **Discussion Paper** 08/01. Economic Research Centre of The Deutsche Bundesbank, 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266936. Acesso em: 22 ago.2016
- ASHBAUGH-SAIFE, H. *et al.*; COLLINS, D. W.; LA FOND, R. The effects of corporate governance on firm's credit rating. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1-2, p. 203-243, 2006.

BAE, K. H.; GOYAL, V. K. Creditor rights, enforcement and bank loans. **Journal of Finance**, v. 64, p. 823-860, 2009.

BAE, K. H.; JEONG, S. W. The Value-relevance of Earnings and Book Value, Ownership Structure, and Business Group Affiliation: Evidence From Korean Business Group. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 34, n. 5-6, p. 740-766, 2007.

BAIK, B.; KIM, Y. J.; KIM, J.; LEE, S. J. Usefulness of earnings in credit markets: Korean evidence. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 33, p. 93-113, 2015.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 159-177, 1968.

BALL, R.; BUSHMAN, R. M.; VASVARI, F. P. The Debt-Contracting Value of Accounting Information and Loan Syndicate Structure. **Journal of Accounting Research**, v. 46, p. 247-287, 2008.

BALL, R.; LI, X.; SHIVAKUMAR, L. Mandatory IFRS adoption, fair value accounting and accounting information in debt contracts. **Working paper**, 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2278946>>. Acesso em: 12 jul. 2014.

_____. Contractibility and Transparency of Financial Statement Information Prepared Under IFRS: evidence from debt contracts around IFRS adoption. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 5, p. 915-963, 2015.

BALL, R.; ROBIN, A.; SADKA, G. Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism. **Review of Accounting Studies**, v. 13, p. 168-205, 2008.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.

BARKER, R. G. The market for information: evidence from finance directors, analysts and fund managers. **Accounting and Business Research**, v. 29, n. 1, p. 3-20, 1998.

_____. Survey and market based evidence of industry dependence in analysts preferences between the dividend yield and price earnings ratio valuation models. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 26, n. 3-4, p. 393-418, 1999.

BARTH, M. E. Global comparability in financial reporting: What, why, how and when? **China Journal of Accounting Studies**, v. 1, n. 1, p. 2-12, 2013.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 77-104, 2001.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H.; WILLIAMS, C. Are IFRS-based and USGAAP-based accounting amounts comparable? **Journal of Accounting and Economics**, v. 54, n. 1, p. 68-93, 2012.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; YOUNG, D.; ZHUANG, Z. Relevance of Differences between Net Income based on IFRS and Domestic Standards for European Firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 41, n. 3, p. 297-327, 2014.

BEATTY, A.; WEBER, J.; YU, J. J. Conservatism and debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2, p. 154-174, 2008.

BEAVER, W. H. Financial Ratios as Predictors of Failure. **Journal of Accounting Research**, v. 4, p. 71-111, 1966.

_____. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Empirical Research in Accounting: Selected Studies**, v. 6, p. 67-92, 1968.

_____. Perspectives on Recent Capital Market. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 453-474, 2002.

BEAVER, W. H.; LAMBERT, R.; MORSE, D. The Information Content of Security Prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 2, n. 1, p. 3-28, 1980.

BEAVER, W. H.; CASCINO, S.; CORREIA, M.; MCNICHOLS, M. F. Bankruptcy in Groups. **Working Paper** 15-48. Stanford University Graduate School of Business, 1-73, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2646916>. Acesso em: 22 jan. 2017.

BEAVER, W. H.; CORREIA, M.; MCNICHOLS, M. F. Do Differences in Financial Reporting Attributes Impair the Predictive Ability of Financial Ratios for Bankruptcy? **Review of Accounting Studies**, v. 17, n. 4, p. 969-1010, 2012.

BEAVER, W. H.; MCNICHOLS, M. F.; RHIE, J. W. Have Financial Statements Become Less Informative? Evidence from the Ability of Financial Ratios to Predict Bankruptcy. **Review of Accounting Studies**, v. 10, n. 1, p. 93-122, 2005.

BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. G. Stock Pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash flows rights; In: MORCK, Randall K. (Eds.). **Concentrated Corporate Ownership**. Chicago, IL: University of Chicago Press, 2000.

BEIRUTH, A. X. **Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

BEIRUTH, A. X.; FÁVERO, L. P. L.; MURCIA, F. D. R., ALMEIDA, J. E. F.; BRUGNI, T. Structural changes in covenants through the adoption of IFRS in Brazil. **Accounting Forum**, v. 41, n. 3, p. 147-160, 2017.

BENEISH, M. D., PRESS, E. Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants. **The Accounting Review**, v. 68, n. 2, p. 233-257, 1995.

BERGER, A. N.; DEYOUNG, R. Problem loans and cost efficiency in commercial banks. **Journal of Banking and Finance**, v. 21, n. 6, p. 849-870, 1997.

BHARATH, S. T.; SUNDER, J.; SUNDER, S. V. Accounting Quality and Debt contracting. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 1-28, 2008.

BHAT, G.; CALLEN, J. L.; SEGAL, D. Credit Risk and IFRS: The Case of Credit Default Swaps. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 29, n. 2, p. 1-34, 2014.

BOURNE, M. **Towards a Multidimensional Model of Power: the International Accounting Standards Board and its Amendment of International Financial Reporting Standard**. Thesis (PhD in Accounting). Faculty of Business, University of Alberta, Alberta, 2014.

BRADLEY, M.; ROBERTS, M. R. The Structure and Pricing of Corporate Debt *Covenants*. **Quarterly Journal of Finance**, v. 5, n. 2, 1-37, 2015.

BRITO, G. A. S. **Conservadorismo Contábil e o Custo do Crédito Bancário no Brasil**. 163 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance** 2. ed. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 2006.

BROWN, A. B. **Financial Reporting Differences and Debt Contracting**. Master Thesis (Doctor of Philosophy). Faculty in Business, City University of New York, 2014.

BYARD, D.; LI, Y.; YU, Y. The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts' Information Environment. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 69-96, 2011.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUZI, F. Large Shareholders, Monitoring, and Fiduciary Duty. **Quarterly Journal of Economics**, v. 112, p. 693-728, 1997.

CASCINO, S.; CLATWORTHY, M.; OSMA, B. G; GASSEN, J.; ISMAN, S.; JEANJEAN, T. The use of information by capital providers: Academic literature review. **Research Committee of The Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS) and the European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)**. 2013. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/IASB/2014/January/AP13-The%20use%20of%20information%20by%20capital%20providers.pdf>>. Acesso em: 8 set. 2016.

CASCINO, S.; CLATWORTHY, M.; OSMA, B. G; GASSEN, J.; ISMAN, S.; JEANJEAN, T. Who Uses Financial Reports and for What Purpose? Evidence from Capital Providers. **Accounting in Europe**, v. 11, n. 2, p. 1-25, 2014.

CASCINO, S.; GASSEN, J. What Drives. the Comparability Effect of Mandatory IFRS Adoption? **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 1, p. 242-282, 2015.

CHEN, T.Y.; CHIN, C.L.; WANG, S. The Effects of Financial Reporting on Bank Loan Contracting in Global Markets: Evidence from Mandatory IFRS Adoption. **Journal of International Accounting Research**, v. 14, n. 2, p. 45-81, 2015.

CHEN, E.; GAVIOUS, I. Unrealized earnings, dividends and reporting aggressiveness: an examination of firms' behavior in the era of fair value accounting. **Accounting and Finance**, v.561, p. 217-250, 2016.

CHEN, T.; MARTIN, X.; MASHRUWALA, C. A.; MASHRUWALA, S. D. The Value and Credit Relevance of Multiemployer Pension Plan Obligations. **The Accounting Review**, v. 90, n. 5, p. 1907-1938, 2015.

CHAVA, S.; ROBERTS, M. R. How Does Financing Impact Investment? **The Journal of Finance**, v. 63, n. 5, p. 2085-2121, 2008.

CHAVE, A. D.; THOMPSON, D. J. Bounded Influence Regression Estimator Based on the Statistics of the Hat Matrix. **Journal of the Royal Statistical Society. Applied Statistics**, v. 52, n. 3, p. 307-322, 2003.

CHENG, M.; SUBRAMANAYAM, K. R. Analyst Following and Credit Ratings. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 4, p. 1007-1043, 2008.

CHRISTENSEN, H. B.; HAIL, L.; LEUZ, AND C. Mandatory IFRS Reporting and Changes in Enforcement. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 1-2, p. 147-177, 2013.

CLARKSON, P.; HANNA, J. D, RICHARDSON, G. D.; THOMPSON, R. The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 7, p. 1-17, 2011.

CLOULT, V. J.; FALTA, M.; WILLETT, R. J. Earnings in firm valuation and their value relevance. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 12, n. 3, p. 223-240, 2016.

COHEN, D. A. Financial reporting quality and proprietary costs. **Working Paper**. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=592001>>. Acesso em: 25 set. 2014.

COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 39-67, 1997.

COOK, D. O.; FU, X.; TANG, T. The effect of liquidity and solvency risk on the inclusion of bond *covenant*. **Journal of Banking and Finance**, v. 48, p. 120-135, 2014.

COSTELLO, A. M.; WITTENBERG-MOERMAN, R. The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 97-136, 2011.

COTTEN, B. D.; SCHNEIDER, D. K.; MCCARTHY, M. G. Capitalisation of Operating Leases and Credit Ratings. **Journal of Applied Research in Accounting and Finance**, v. 8, n. 1, p. 2-16, 2013.

COTTER, J. Utilisation and Restrictiveness of *Covenants* in Australian Private Debt Contracts. **Accounting and Finance**, v. 38, p. 181-196, 1998.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

_____. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. 2nd ed. John Wiley & Sons, 2007.

DASKE, H.; HAIL, L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1085-1142, 2008.

DEMERJIAN, P. R. Accounting standards and debt *covenants*: Has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet *covenants*? **Journal of Accounting and Economics**, v. 52, n. 2-3, p. 178-202, 2011.

DEMIROGLU, C.; JAMES, C. M. The Information Content of Bank Loan *Covenants*. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 10, p. 3700-3737, 2010.

DEMIROVIC, J.; TUCKER, J.; GUERMAT, C. Accounting data and the credit spread: an empirical investigation. **Research in International Business and Finance**, v. 34, p. 233-250, 2015.

DENIS, D. J.; WANG, J. Debt *Covenant* renegotiations and creditor control rights. **Journal of Financial Economics**, v. 113, n. 3, p. 348-367, 2014.

DEVALLE, A.; ONALLI, E.; MAGARINI, R. Assessing the Value Relevance of Accounting Data After the Introduction of IFRS in Europe. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 21, p. 85-119, 2010.

DIAMOND, D. Monitoring and Reputation: the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. **Journal of Political Economy**, v. 99, p. 688-721, 1991.

DICHEV, I.; SKINNER, D. J. Large – Sample Evidence on the Debt *Covenant* Hypothesis. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 4, p. 1091-1123, 2002.

DIMITROV, V.; JAIN, P. C. The value-relevance of changes in financial leverage beyond growth in assets and GAAP earnings. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 23, n. 2, p. 191-222, 2008.

DOEDENS, S. **Do different accounting treatments for R&D expenses reduce information asymmetry?** An examination of influence on credit ratings. Master Thesis. Faculty of Business and Economics, University of Amsterdam, 2012.

DOU, Y. **The Debt-Contracting Value of Accounting Numbers, Renegotiation, and Investment Efficiency.** Thesis (PhD in Accounting), School of Management, University of Toronto, 2012.

DUH, R. R.; HSU, A. W.; ALVES, P. A. P. The impact of IAS 39 on the risk-relevance of earnings volatility: Evidence from foreign banks cross-listed in USA. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 8, n. 1, p. 23-38, 2012.

ERKENS, D. H.; SUBRAMANYAM, K. R.; ZHANG, J. Affiliated Banker on Board and Conservative Accounting. **Working Paper**. Marshall School of Business. University of Southern California, 2014. Disponível em: <<http://zicklin.baruch.cuny.edu/faculty/accountancy/Downloads/zhangpaper.pdf>>. Acesso em: 12 dec. 2016.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FÁVERO, L. P. L. **Métodos quantitativos com o stata**: procedimentos, rotinas e análise de resultados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (FEE). **Enforcement Mechanisms in Europe**: a Preliminary Investigation of Oversight Systems. 2001. Disponível em: <<http://www.iasplus.com/en/binary/resource/fee0104.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2017.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). 1978. Disponível em: <http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1970/1978_0424_FASBWilliams.pdf>. Acesso em: 24 maio 2016.

FLOROU, A.; KOSI, U. IAS/IFRS Adoption and Debt Contracting: Evidence from the UK. **AAA Mid-Year International Accounting Section (IAS) Meeting**. 2009. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1276478>. Acesso em: 20 nov. 2016.

FLOROU, A.; KOSI, U. Does mandatory IFRS adoption facilitate debt financing?. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 4, p. 1407-1456, 2015.

FOSTER, G. 1977. Quarterly Accounting Data: Time Series Properties and Predictive Ability Results, **Accounting Review**, v. 52, n. 1, p. 1-21, 1977.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P. M.; SCHIPPER, K. Cost of capital and earnings attributes. **The Accounting Review**, v. 79, p. 967-1010, 2005.

FRANKEL, R.; SEETHAMRAJU, C.; ZACH, T. GAAP goodwill and debt contracting efficiency: evidence from net-worth *covenants*. **Review of Accounting Studies**, v. 13, n. 1, p. 87-118, 2008.

FOGARTY, T. J.; ROGERS, R. K. Financial analyst's reports: an extended institutional theory evaluation. **Accounting, Organizations and Society**, v. 30, n.4, p. 331-356, 2005.

FROST, C. A.; BERNAND, V. L. The role of debt *covenants* in assessing the economic consequences of limiting capitalization of exploration costs. **The Accounting Review**, v. 64, n. 4, p. 788-808, 1989.

GASSEN, J.; SCHWEDLER, K. The Decision Usefulness of Financial Accounting Measurement Concepts: Evidence from an online Survey of Professional Investors and their Advisors. **European Accounting Review**, v. 19, n. 3, p. 495-509, 2010.

GISBERT, A.; SALOTTI, B. M. Firm Incentives, Institutional Factors and Accounting Quality: The IFRS Adoption in Brazil. **Working paper**. 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2565533>>. Acesso em: 10 jan. 2017.

GIVOLY, D.; HAY, C.; KATZ, S. The changing relevance of accounting information to debt holders over time. **Review of Accounting Studies**, v. 22, n. 1, p. 64-108, 2016.

GONCHAROV, I.; WERNER, J. R.; ZIMMERMANN, J. Legislative Demands and Economics Realities: Company and Group Accounts Compared. **The International Journal of Accounting**, v. 44, n. 4, p. 334-362, 2009.

GOPALAN, R.; NANDA, V.; YERRAMILI, V. Lead Arranger Reputation and the Loan Syndication Market. **EFA Athens Meeting Paper**. 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1034044>. Acesso em: 3 dez. 2016.

GRAHAN, J. R.; LI, S. QIU, J. Corporate misreporting and bank loan contracting. **Journal of Financial Economics**, v. 89, p. 44-61, 2008.

GROYSBERG, B.; HEALY, P.; CHAPMAN, C. 2008. Buy-side vs. sell-side analysts' earnings forecasts, **Financial Analysts Journal**, v. 64, n. 4, p. 25-39, 2008.

GUJARATI, D. **Basic Econometrics**. 4th ed. McGraw-Hill, 2006.

HABIB, A. 2010. Value relevance of alternative accounting performance measures: Australian evidence. **Accounting Research Journal**, v. 23, n. 2, p. 190-212, 2010.

HAND, J. R. M.; HOUTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. W. The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 733-752, 1992.

HANN, R. N.; LU, Y.; SUBRAMANAYAM, K. R. Does Discretion Improve or Impair Value Relevance? Evidence from Pricing of the Pension Obligation. **Preliminary Draft**, 2004. Disponível em: <<http://www8.gsb.columbia.edu/rfiles/accounting/SUBRAMANYAM.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2016.

HANN, R.N.; HEFLIN, F.; SUBRAMANAYAM, K.R. Fair-value pension accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 77, p. 328-358, 2007.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HEALY, P.; PAPELU, K. Information Asymmetry, Corporate Disclosure and Capital Markets: A Review of Empirical Disclosure Literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.

HONG, H. A; HUNG, M.; ZHANG, J. The Use of Debt *Covenant* Worldwide: Institutional Determinants and Implications of Financial Reporting. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, 2, p. 644-681, 2016.

HOOGERVORST, H. Financial reporting and auditing: a time for change? The objectives of financial reporting. **Speech in European Commission Conference on the Objectives of Financial Reporting**. Brussels, Belgium. 2011.

HORRIGAN, J. O. The Determination of Long-Term Credit Standing with Financial Ratios. **Journal of Accounting Research**, v. 4, p. 44-62, 1966.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Conceptual Framework for Financial Reporting**, 2010. Disponível em: <www.ifrs.org.br/News/Press-Releases/Documents/ConceptualFW2010vb.pdf>. Acesso em: 28 set. 2013.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Who uses IFRS?** Jurisdiction Profiles. 2015. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx>>. Acesso em: 25 out. 2015.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Exposure Draft**. ED/2015/3 Conceptual Framework for Financial Reporting. 2015. Disponível em: <http://archive.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/Documents/May%202015/ED_CF_MAY%202015.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2015.

JACKSON, R. H. G.; WOOD, A. The performance of insolvency prediction and credit risk models in the UK: a Comparative Study. **The British Accounting Review**, v. 45, n. 3, p. 183-202, 2013.

JAMES, C. Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans. **Journal of Financial Economics**, v. 19, n. 2, p. 217-235, 1987.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JORION, P.; SHI, C.; ZHANG, G. Tightening credit standards: the role of accounting quality. **Review of Accounting Studies**, v. 14, n. 1, p. 123-160, 2009.

JORION, P.; ZHANG, G. Information Effects of Bond Ratings Changes: The Role of Rating Prior to the Announcement. **Working Paper**. Paul Merage School of Business. University of California at Irvine, 2006. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1497536&rec=1&srcabs=1253043&alg=1&pos=4>. Acesso em: 2 dez. 2016.

KAPLAN, R. S.; URWITZ, G. Statistical Models of Bond Rating: a Methodological Inquiry. **The Journal of Business**, v. 52, n. 2, p. 231-261, 1979.

KAUFMANN, D., KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2008. **Working Paper**. **World Bank Policy Research**, 2009. Disponível em: <www.govindicators.org>. Acesso em: 24 jan. 2017.

KOSI, U.; POPE, P.; FLOROU, A. Credit Relevance and Mandatory IFRS Adoption. **Working Paper**. Marie Curie Research Training Network, 2010. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/228293942_Does_Mandatory_IFRS_Adoption_Improve_the_Credit_Relevance_of_Accounting_Information>. Acesso em: 9 nov. 2016.

KOTHARI, S. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 105-231, 2001.

KOTHARI, S. P.; RAMANNA, K.; SKINNER, D. Implication for GAAP from an analysis of positive research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1-2, p. 246-286, 2010.

KOTHARI, S.; ZIMMERMAN, J. Price and return models. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, p. 155-192, 1995.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

LAMBERT, R. Discussion of “Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting”. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 287-295, 2010.

LANDSMAN, W. R.; MAYDEW, E. K.; THORNOCK, J. R. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 1-2, p. 34-54, 2012.

LEE, C. M. C. 2001. Market efficiency and accounting research: a discussion of ‘capital market research in accounting’. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 233-253.

LEFTWICH, R. Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements. **The Accounting Review**, v. 58, n. 1, p. 23-42, 1983.

LI, N. The use of accounting accruals in debt contracts: evidence from the measurement of financial *covenants*. **Working paper**. London Business School, 2011. Disponível em: <http://capana.net/download/2011papers/Li_2011.pdf>. Acesso em: 22 maio 2014.

LIMA, V. S. **Efeitos da adoção mandatória do IFRS para o mercado de crédito no Brasil**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

LIU, P.; SEYYED, F. J.; SMITH, S. D. 1999. The independent impact of credit rating changes – the case of Moody's rating refinement on yield premiums. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 26, n. 3-4, p. 337-363, 1999.

LOPES, A. B. The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: An Empirical Investigation. **Working Paper**. 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311459>. Acesso em: 23 mar. 2015.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma Nova Abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MACLACHLAN, I. **Choosing the Discount Factor for Estimating Economic LGD**. In: ALTMAN, E.; RESTI, A.; SIRONI, A. (Eds.). New York: Wiley, 2004.

MARTON, J. **Accounting and Stock Markets: a Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts**. Thesis (PhD in Accounting). Gothenburg School of Economics and Commercial Law, 1998.

MARTON, J.; RUNESSON, E. The predictive ability of loan loss provisions in banks – Effects of accounting standards, enforcement and incentives. **The British Accounting Review**, v. 49, n. 2, p. 162- 180, 2017.

MATHER, P.; PEIRSON, G. Financial *Covenants* in the Markets for Public and Private Debt. **Accounting and Finance**, v. 46, n. 2, p. 285-307, 2006.

MURCIA, F. C. S.; MURCIA, F. D. R.; BORBA, J. A. The Informational Content of Credit Ratings in Brasil: an Event Study. **Brazilian Review of Finance**, v.11, n. 4, p. 503-526, 2013.

NENOVA, T. The Value of a Corporate Voting Rights and Control: a cross-country analysis. **Journal of Financial and Economics**, n. 68, p. 325-351, 2003.

NIKOLAEV, V. Debt *Covenants* and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 1, p. 137-176, 2010.

NINI, G.; SMITH, D; SUFI, A. Creditor control rights, corporate Governance and firm value. **The Review of Financial Studies**, v. 25, n. 6, p. 1713-1761, 2012.

OHLSON, J. A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. **Journal of Accounting Research**, v. 18, n. 1, p. 109-131, 1980.

OHLSON, J. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

PATELL, J. M.; WOLFSON, M. A. The Ex Ante and Ex Post Price Effects of Quarterly Earnings Announcements Reflected in Option and Stock Prices. **Journal of Accounting Research**, v. 19, p. 434-458, 1981.

PEEK, E.; CUIJPERS R.; BUIJINK, W. Creditor's and shareholder's reporting demands in public versus private firms: evidence from Europe. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 1, p. 49-91, 2010.

QIAN, J.; STRAHAN, P. E. How laws and institutions shape financial contracts: the case of bank loans. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 6, p. 2803-2834, 2007.

RAJAN, R. Insiders and Outsiders: the Choice Between Informed and Arm's-Length Debt. **Journal of Finance**, n. 47, p. 1367-1400, 1992.

RAJAN, R.; WINTON, A. *Covenants* and collateral as incentives to monitor. **Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1113-1146, 1995.

ROCHA, A. As empresas X, o mercado de dívida e o valor das ações. **Valor Econômico**, Valor Investe, 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3038176/empresas-x-o-mercado-de-divida-e-o-valor-da-acao>>. Acesso em: 20 nov. 2016.

RODRIGUES, L. L.; CRAIG, R. Assessing international accounting harmonization using Heglelian dialectic, isomorphism and Foucault. **Critical Perspective on Accounting**, v. 18, p. 739-757, 2007.

SARLO NETO, A.; MOREIRA, R. L.; FERNANDES, A. L. M.; ALMEIDA, J. E. F. Vinte anos da Relevância da Informação Contábil no Brasil. In: **Congresso ANPCONT**. Florianópolis, Santa Catarina, 2014.

SHARPE, N. E. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SILVA, A. H. C. **Escolhas de práticas contábeis no Brasil**: uma análise sob a ótica da hipótese dos *covenants* contratuais. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

SIVAPRASAD, S.; MURADOGLU, Y.; GOUGH, O.; ADAMI, R. The leverage effect on stock returns. **Working Paper**. 2010. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1690183>.

SKINNER, D. J. Discussion of “Accounting standards and debt *covenants*: has the “Balance Sheet Approach” led to a decline in the use of balance sheet *covenants*?”. **Journal of Accounting and Economics**, v. 52, n. 2-3, p. 203-208, 2011.

SMITH, C. W.; WARNER, J. B. On Financial Contracting – An Analysis of Bond *Covenants*. **Journal of Financial Economics**, v. 7, p. 117-161, 1979.

STANDARD & POOR. Global Credit Portal. **Standard & Poor's Ratings Definitions**. 2012. Disponível em: <www.standardandpoors.com/ratingsdirect>. Acesso em: 23 set. 2016.

STRAHAN, P. Borrower risk and the price and nonprice terms of bank loans. **Federal Reserv Bank of New York Staff Report**, 90. 1999. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr90.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2014.

SWEENEY, A. P. Debt-*covenant* violations and managers' accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, p. 281-308, 1994.

THE WORD BANK GROUP. **Financial Sector Indicators**. 2016. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator?tab=all>>.

TSALAVOUTAS, I.; DIONYSIOU, D. Value Relevance of IFRS mandatory disclosure requirements. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 22-42, 2014.

TUCKER, J.; MISIRLIOGLU, I.; GONIS, E.; YUKSELTURK, O. The use of financial information by capital providers. **Working Paper**. Centre for Global Finance, University of the West of England, 2012. Disponível em: <<http://eprints.uwe.ac.uk/19683>>. Acesso em: 11 jul. 2016.

VEITH, S.; WERNER, J. F. Comparative Value Relevance Studies: Country Differences Versus Specification Effects. **The International Journal of Accounting**, v. 49, n. 3, p. 301-330, 2014.

WATTS, R. Conservatism in accounting part I: explanations and implications. **Accounting Horizons**, v. 17, p. 207-221, 2003.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. The Mit Press: Massachusetts, 2002.

WU, J. S.; ZHANG, I. X. The Adoption of Internationally Recognized Accounting Standards: Implications for Credit Markets. **Journal of Accounting Auditing & Finance**, v. 29, n. 2, p. 95-128, 2014.

YANAKA, G. M.; HOLLAND, M. *Basiléia II e Exigência de Capital para o Risco de Crédito dos Bancos no Brasil*. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 2, p. 167-195, 2010.

ZIEBART, D. A.; REITER, S. A. Bond ratings, bond yields and financial information. **Contemporary Accounting Research**, v. 9, n. 1, p. 252-282, 1992.

APÊNDICES

- Apêndice 1**   **Box-plot das variáveis dependentes dos modelos VR e VRC por ano**
- Apêndice 2**   **Histograma das variáveis dependentes dos modelos VR e VRC**
- Apêndice 3**   **Distribuição cumulativa das variáveis dependentes dos modelos do investidor e credor e as suas distribuições teóricas**
- Apêndice 4**   **Pressupostos do modelo do investidor e do credor – regressão OLS**
- Apêndice 5**   **Premissas do modelo de regressão logística do credor**
- Apêndice 6**   **Teste dos dados em painel na forma *polled* para os modelos do VR e VRC**
- Apêndice 7**   **Classificação do grau *Enforcement* por país**
- Apêndice 8**   **Classificação por risco de crédito – *rating***
- Apêndice 9**   **Resultados da influência do *enforcement* nas variáveis do modelo de VR para as *proxies* de decisão do credor**
- Apêndice 10**   **Resultados da influência do *enforcement* nas variáveis dos modelos de VR e VRC para a *proxy* de decisão do investidor**
- Apêndice 11**   **Resultados da influência da alavancagem nas variáveis do modelo de VR para as *proxies* de decisão do credor**
- Apêndice 12**   **Resultados da influência da alavancagem nas variáveis dos modelos de VR e VRC para a *proxy* de decisão do investidor**
- Apêndice 13**   **Resultados da influência dos *ratings* nas variáveis do modelo de VR para as *proxies* de decisão do credor**
- Apêndice 14**   **Resultados da influência dos *ratings* nas variáveis dos modelos de VR e VRC para a *proxy* de decisão do investidor**

Apêndice 1: Box-plot das variáveis dependentes dos modelos VR e VRC por ano

1: Ano de 2010; 2: Ano de 2011; 3: Ano de 2012; 4: Ano de 2013; 5: Ano de 2014; 6: Ano de 2015.

1: Ano de 2010; 2: Ano de 2011; 3: Ano de 2012; 4: Ano de 2013; 5: Ano de 2014; 6: Ano de 2015.

Apêndice 2: Histograma das variáveis dependentes dos modelos VR e VRC**Preço da ação** **Financiamento obtido**

Apêndice 3: Distribuição cumulativa das variáveis dependentes dos modelos do investidor e credor e as suas distribuições teóricas

Preço da ação

Financiamento obtido

Apêndice 4: Pressupostos do modelo do investidor e do credor – regressão OLS

	VIF	Breush Pagan		Breush Godfrey	
		Chi	Prob >chi2	Chi	Prob >chi2
pr					
VR	1,02	405,32	0,001	14.806,72	0,000
		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	
VRC	1,08	230,42	0,001	12.370,42	0,000
		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	
finobt					
VR	1,02	17,92	0,000	4.681,68	0,000
		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	
VRC	1,12	59,79	0,000	4.308,43	0,000
		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	

VIF: Variance Inflation Factor; teste de multicolineariedade das variáveis independentes.

Breush-Pagan: teste de heterocedasticidade dos resíduos (H₀: Variância constante).

Breush – Godfrey: teste de autocorrelação dos resíduos (H₀: Não há correlação).

VR: modelo de relevância da informação contábil para o investidor.

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

Apêndice 5: Premissas do modelo de regressão logística do credor

Modelos	GOF	Classificação		Corretamente classificados	Curva ROC
		Sensitividade	Especificidade		
VR	0,504	97,96%	4,98%	69,51%	0,601
VRC	0,404	98,38%	3,27%	69,75%	0,608

GOF: Goodness -of-fit; H_0 : Há associação entre os valores observados e previstos (Não rejeitada).

Sensitividade: acerto que o modelo obtém em relação ao evento (obtenção de crédito).

Especificidade: acerto que o modelo obtém em relação ao não evento (não obtenção de crédito).

Curva ROC: capacidade de o modelo discriminar as categorias da variável dependente (Modelo com poder discriminatório moderado).

VR: modelo de relevância da informação contábil para o investidor.

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

Apêndice 6: Teste dos dados em painel na forma *pooled* para os modelos do VR e VRC

Equações	Teste de Chow		Teste de Breush-Pagan		Teste de Hausman	
	F	Prob > F	chibar2	Prob > chi2	chi2	Prob > chi2
pr						
VR	85,00	0,000	36.223,89	0,000	944,59	0,000
	Rejeita H ₀		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	
VRC	89,96	0,000	29.974,23	0,000	644,46	0,000
	Rejeita H ₀		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	
finobt						
VR	13,26	0,000	10.346,77	0,000	516,20	0,000
	Rejeita H ₀		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	
VRC	12,74	0,000	9.378,61	0,000	462,49	0,000
	Rejeita H ₀		Rejeita H ₀		Rejeita H ₀	

Teste de Chow: H₀: *pooled*; H₁: fixo.

Teste de Breush-Pagan: H₀: *pooled*; H₁: aleatório.

Teste de Hausman: H₀: aleatório; H₁: fixo.

VR: modelo de relevância da informação contábil para o investidor.

VRC: modelo de relevância da informação contábil para o credor.

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

Apêndice 7: Classificação do grau *Enforcement* por país

País	Anos						Mediana	Grau de enforcement
	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
África do Sul	0.108	0.122	0.088	0.141	0.168	0.056	0.115	Baixo
Alemanha	1.616	1.608	1.648	1.626	1.852	1.782	1.637	Alto
Austrália	1.763	1.742	1.757	1.765	1.927	1.824	1.764	Alto
Áustria	1.806	1.811	1.853	1.840	1.957	1.850	1.845	Alto
Bélgica	1.370	1.404	1.406	1.414	1.511	1.421	1.409	Alto
Brasil	-0.001	-0.003	-0.097	-0.110	-0.084	-0.193	-0.090	Baixo
Bulgária	-0.104	-0.137	-0.116	-0.129	-0.078	-0.124	-0.119	Baixo
Chile	1.322	1.356	1.374	1.344	1.419	1.333	1.349	Baixo
Croácia	0.174	0.183	0.221	0.273	0.311	0.202	0.211	Baixo
Dinamarca	1.897	1.929	1.862	1.885	2.094	2.041	1.912	Alto
Espanha	1.158	1.176	1.053	1.006	0.937	0.897	1.029	Baixo
Filipinas	-0.584	-0.539	-0.538	-0.419	-0.328	-0.345	-0.478	Baixo
Finlândia	1.977	1.956	1.954	1.937	2.120	2.073	1.966	Alto
França	1.512	1.440	1.441	1.409	1.467	1.406	1.440	Alto
Grécia	0.605	0.548	0.402	0.447	0.345	0.242	0.424	Baixo
Israel	0.899	0.999	0.927	0.962	1.105	1.168	0.980	Baixo
Itália	0.378	0.420	0.370	0.366	0.337	0.252	0.367	Baixo
Noruega	1.917	1.893	1.960	1.980	2.045	2.022	1.969	Alto
Nova Zelândia	1.869	1.908	1.888	1.871	2.017	2.021	1.898	Alto
Países Baixos	1.810	1.814	1.852	1.820	1.982	1.935	1.836	Alto
Polônia	0.658	0.751	0.754	0.795	0.817	0.797	0.774	Baixo
Portugal	1.043	1.026	1.048	1.043	1.130	1.144	1.045	Baixo
Reino Unido	1.761	1.645	1.701	1.684	1.887	1.805	1.731	Alto
Suécia	1.963	1.948	1.946	1.966	1.993	2.044	1.964	Alto
Turquia	0.118	0.079	0.043	0.084	0.037	-0.060	0.060	Baixo
Média da amostra	1.32	1.35	1.37	1.34	1.41	1.33	1.35 (Mediana)	

Fonte: Dados da Worldwide Governance Indicators; The World Bank Group©2017 (<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>)

Apêndice 8: Classificação por risco de crédito – *rating*

Escala S&P	Rating	Classificação	Nível de risco	Situação
AA- / AA / AA+	Alto	Grau de investimento	Baixo	Bom pagador
A- / A / A+	Alto	Grau de investimento	Baixo	Bom pagador
BBB+ / BBB / BBB-	Alto	Grau de investimento	Baixo	Bom pagador
BB+ / BB / BB-	Baixo	Grau especulativo	Alto	Risco de calote
B+ / B / B-	Baixo	Grau especulativo	Alto	Risco de calote
CCC+ / CCC / CCC-	Baixo	Grau especulativo	Alto	Risco de calote
CC+ / CC / CC-	Baixo	Grau especulativo	Alto	Risco de calote
C+ / C / C-	Baixo	Grau especulativo	Alto	Risco de calote
D	Baixo	Grau especulativo.	Alto	Risco de calote

Fonte: Standard & Poor (http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home)

Apêndice 9: Resultados da influência do *enforcement* nas variáveis do modelo de VR para as *proxies* de decisão do credor

	dfinobt²		finobt¹	
	Menor <i>enforcement</i>	Maior <i>enforcement</i>	Menor <i>enforcement</i>	Maior <i>enforcement</i>
pl	0,548 (0,439) ^a	0,022** (0,280) ^a	0,590 (0,362) ^a	2,047*** (0,289) ^a
luc	-0,376 (0,475) ^a	0,256 (0,218) ^a	0,569 (0,396) ^a	0,179 (0,227) ^a
ki	0,321 (0,685) ^a	1,152** (0,450) ^a	-1,101 (0,712) ^a	-0,737 (0,564) ^a
rf	-0,113*** (0,016) ^a	-0,218*** (0,039) ^a	-0,007 (0,009) ^a	-0,151*** (0,033) ^a
Constante	-	-	11,416 (0,168) ^a	9,521 (0,149) ^a
F / LR chi2	53,48***	39,02***	2,60**	18,24***
Prob > F				
Prob > chi2	0,000	0,000	0,034	0,000
R ² within	-	-	0,0043	0,0181
R ² between	-	-	0,0016	0,0301
R ² overall	-	-	0,0010	0,0272
Observações	3.745	6.630	4.902	7.450

dfinobt: *dummy* (1 para o finobt com valor positivo; 0 para o finobt com valor zero).

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

pl: patrimônio líquido.

luc: lucro líquido.

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

² Estimação por meio de regressão *logit* binomial em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Apêndice 10: Resultados da influência do *enforcement* nas variáveis dos modelos de VR e VRC para a *proxy* de decisão do investidor

pr¹					
	Menor <i>enforcement</i>	Maior <i>enforcement</i>		Menor <i>enforcement</i>	Maior <i>enforcement</i>
pl	0,463*** (0,156) ^a	0,786*** (0,101) ^a	ebitda	0,323** (0,133) ^a	0,615*** (0,079) ^a
luc	0,746*** (0,154) ^a	0,461*** (0,073) ^a	atliq	-0,079 (0,157) ^a	-0,303** (0,147) ^a
ki	-0,255** (0,107) ^a	-0,361*** (0,079) ^a	alav	-0,116** (0,022) ^a	-0,106*** (0,024) ^a
rf	-0,021*** (0,003) ^a	0,039*** (0,009) ^a	cjur	0,000** (0,000) ^a	0,000 (0,000) ^a
			ki	-0,266** (0,104) ^a	-0,342*** (0,084) ^a
			rf	-0,025*** (0,003) ^a	0,020** (0,010) ^a
Constante	1,996 (0,069) ^a	1,915 (0,055) ^a		2,359 (0,056) ^a	2,487 (0,051) ^a
F	24,96***	50,65***	F	19,34***	22,76***
Prob > F	0,000	0,000	Prob > F	0,000	0,000
R ² within	0,0367	0,0523		0,0447	0,0447
R ² between	0,0578	0,0007		0,0405	0,0875
R ² overall	0,0592	0,0010		0,0386	0,0527
Observações	8.200	14.182	Observações	7.111	12.272

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

pl: patrimônio líquido.

luc: lucro líquido.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Apêndice 11: Resultados da influência da alavancagem nas variáveis do modelo de VR para as *proxies* de decisão do credor

	dfinobt ²		finobt ¹	
	Alta alavancagem	Baixa alavancagem	Alta alavancagem	Baixa alavancagem
pl	0,232*** (0,072) ^a	0,025 (0,099) ^a	2,742*** (0,355) ^a	1,016 (0,550) ^a
lucliq	0,063 (0,062) ^a	-0,000 (0,063) ^a	0,523 (0,330) ^a	-0,082 (0,361) ^a
ki	0,047 (0,168) ^a	0,247 (0,089) ^a	-2,778*** (1,229) ^a	0,329 (0,530) ^a
rf	-0,014*** (0,002) ^a	-0,038*** (0,005) ^a	-0,009 (0,011) ^a	-0,109*** (0,023) ^a
Constante	- -	- -	10,380 (0,144) ^a	9,293 (0,337) ^a
F / LR chi2	10,73***	14,40***	20,05***	5,99***
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob > chi2				
R ² within	-	-	0,0195	0,0098
R ² between	-	-	0,0021	0,0638
R ² overall	-	-	0,0004	0,0395
Observações	10.238	6.928	7.673	4.230

dfinobt: *dummy* (1 para o finobt com valor positivo; 0 para o finobt com valor zero).

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

pl: patrimônio líquido.

lucliq: lucro líquido.

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

² Estimação por meio de regressão *logit* binomial em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Apêndice 12: Resultados da influência da alavancagem nas variáveis dos modelos de VR e VRC para a *proxy* de decisão do investidor

pr¹					
	Alta alavancagem	Baixa alavancagem		Alta alavancagem	Baixa alavancagem
pl	0,993*** (0,130) ^a	0,606*** (0,189) ^a	ebitda	0,439*** (0,106) ^a	0,668*** (0,125) ^a
luc	0,456*** (0,106) ^a	0,498*** (0,121) ^a	atliq	-0,172 (0,145) ^a	-0,374* (0,222) ^a
ki	-1,363*** (0,234) ^a	-0,060 (0,072) ^a	alav	-0,128*** (0,017) ^a	-0,886*** (0,202) ^a
rf	-0,015*** (0,003) ^a	-0,001 (0,007) ^a	cjur	0,000 (0,000) ^a	0,000 (0,000) ^a
			ki	-1,650*** (0,246) ^a	-0,164** (0,077) ^a
			rf	-0,015*** (0,003) ^a	-0,010 (0,007) ^a
Constante	2,114 (0,053) ^a	1,696 (0,128) ^a		2,680 (0,052) ^a	2,331 (0,065) ^a
F / LR chi2	34,12***	9,51***	F	21,27***	16,47***
Prob > F	0,000	0,000	Prob > F	0,000	0,000
R ² within	0,0537	0,0293		0,0487	0,0517
R ² between	0,0495	0,0042		0,0816	0,1177
R ² overall	0,0354	0,0037		0,0656	0,1072
Observações	13.338	6.846	Observações	13.047	6.336

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

pl: patrimônio líquido.

luc: lucro líquido.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Apêndice 13: Resultados da influência dos *ratings* nas variáveis do modelo de VR para as *proxies* de decisão do credor

finobt¹		
	Baixo <i>Rating</i>	Alto <i>Rating</i>
pl	-0,797 (1,561) ^a	0,076 (1,016) ^a
luc	1,719 (1,273) ^a	0,552 (0,722) ^a
ki	-1,189 (2,466) ^a	0,059*** (0,003) ^a
rf	0,051*** (0,017) ^a	0,111** (0,052) ^a
Constante	13,202 (0,541) ^a	13,558 (0,383) ^a
F	3,59	4.851,38
Prob > F	0,007	0,000
R ² within	0,0116	0,0134
R ² between	0,0310	0,0089
R ² overall	0,0356	0,0114
Observações	443	901

finobt: logaritmo do financiamento obtido e *proxy* de decisão do credor.

pl: patrimônio líquido.

luc: lucro líquido.

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente.

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

^a erro padrão robusto

Apêndice 14: Resultados da influência dos *ratings* nas variáveis dos modelos de VR e VRC para a *proxy* de decisão do investidor

pr¹					
	Baixo <i>rating</i>	Alto <i>rating</i>		Baixo <i>rating</i>	Alto <i>rating</i>
pl	0,525 (0,550) ^a	1,068*** (0,000) ^a	ebitda	0,000*** (1,579) ^a	0,463** (0,016) ^a
luc	1,640*** (0,000) ^a	0,494*** (0,000) ^a	atliq	-0,137 (0,896) ^a	0,417* (0,051) ^a
ki	-0,254*** (0,001) ^a	-0,008** (0,014) ^a	alav	-0,054 (0,143) ^a	-0,014** (0,013) ^a
rf	-0,047*** (0,001) ^a	-0,069*** (0,000) ^a	cjur	-0,000 (0,634) ^a	-0,000 (0,839) ^a
			ki	-1,151** (0,049) ^a	-0,008** (0,013) ^a
			rf	-0,046*** (0,005) ^a	-0,070*** (0,000) ^a
Constante	2,794 (0,315) ^a	3,266 (0,176) ^a		3,009 (0,381) ^a	3,756 (0,178) ^a
F	19,40***	10,53***	F	19,34***	22,76***
Prob > F	0,000	0,000	Prob > F	0,000	0,000
R ² within	0,2019	0,1469	R ² within	0,1748	0,1214
R ² between	0,0456	0,0008	R ² between	0,0259	0,0010
R ² overall	0,0517	0,0004	R ² overall	0,0343	0,0006
Observações	571	1.196	Observações	7.111	12.272

pr: logaritmo do preço da ação e *proxy* de decisão do investidor.

pl: patrimônio líquido.

luc: lucro líquido.

ebitda: resultado antes dos impostos, juros, depreciação e amortização.

atliq: ativo tangível deduzido da depreciação e amortização.

alav: alavancagem (valor da dívida total dividido pelo valor patrimônio líquido contábil).

cjur: cobertura de juros (valor do EBIT dividido pelo valor da despesa de juros).

ki: custo da dívida (valor da despesa de juros dividido pelo valor da dívida total).

rf: taxa livre de risco do país (*risk-free*).

¹ Estimação por meio de regressão de dados em painel (efeitos fixos).

***, **, * valores significativos para 1%, 5% e 10% respectivamente

^a erro padrão robusto