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

JULIANA LEONARDO DE OLIVEIRA

**Implicações da adoção do padrão IFRS no volume financeiro das debêntures
emitidas pelas companhias abertas brasileiras**

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima

RIBEIRÃO PRETO
2015

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

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof^ª. Dr^ª. Máisa de Souza Ribeiro
Coordenadora do Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

Prof^ª. Dr^ª. Adriana Maria Procópio de Araújo
Chefe do Departamento de Contabilidade

JULIANA LEONARDO DE OLIVEIRA

**Implicações da adoção do padrão IFRS no volume financeiro das debêntures
emitidas pelas companhias abertas brasileiras**

Dissertação 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 Mestre em Ciências. Versão Corrigida.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima

RIBEIRÃO PRETO

2015

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

Oliveira, Juliana Leonardo de

Implicações da adoção do padrão IFRS no volume financeiro das debêntures emitidas pelas companhias abertas brasileiras. Ribeirão Preto, 2015.

110 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Guasti Lima, Fabiano.

1. Qualidade da informação contábil. 2. IFRS. 3. Custo de capital. 4. Debêntures. 5. Volume financeiro emitido.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: OLIVEIRA, Juliana Leonardo de

Título: Implicações da adoção do padrão IFRS no volume financeiro das debêntures emitidas pelas companhias abertas brasileiras.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade.

Aprovado em: __/__/____

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Dedico este trabalho aos meus pais e irmãos.
O amor e apoio incondicionais foram os principais incentivos durante essa trajetória.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus por permitir o desenvolvimento desta importante etapa em minha vida ao me orientar e me confortar em momentos de precisão.

À minha família devo eternos agradecimentos por sempre me apoiar e não economizar esforços para que eu alcançasse satisfação em minha vida pessoal e profissional. Agradeço especialmente à minha mãe por ser o exemplo de mulher forte e atenciosa, ao meu pai e irmão por me influenciarem a seguir a carreira acadêmica pela paixão pelo ensino e à minha irmã, que mesmo em meio às piores dificuldades me faz sempre enxergar que podemos superar as adversidades e seguir com os nossos propósitos.

Ao Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade pela oportunidade que me foi concedida e aos professores do programa pelos conhecimentos e experiências compartilhados. Agradeço em especial aos professores Maurício Ribeiro do Valle e Marcelo Augusto Ambrozini pelos ensinamentos e contribuições. Ainda, aos funcionários Rose, Matheus, Thiago e aos demais, os quais sempre ajudaram.

Ao Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima por ter me acolhido como orientanda e por toda a ajuda e paciência para a consecução deste trabalho; ajuda que superou a sua capacidade como docente e pesquisador, pois tive a oportunidade de trabalhar com um professor que se preocupa com o seu aluno, enxergando-o antes como pessoa do que como orientando.

Aos professores Luiz Paulo Lopes Fávero e Luiz Carlos Jacob Perera pelas contribuições e sugestões na banca de qualificação, as quais foram relevantes e possibilitaram a realização de um trabalho melhor.

Aos amigos que o mestrado me proporcionou, principalmente à Bianca, à Carol, ao Ricardo e ao Sérgio pelos bons momentos vividos e pela cumplicidade e amizade que permanece. Ao Rafael Gatsios e ao Gabriel, além da amizade, agradeço pelo auxílio e contribuições neste trabalho, os quais foram fundamentais!

À CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - pelo auxílio financeiro concedido.

"Jamais considere seus estudos como uma obrigação, mas como uma oportunidade invejável para aprender a conhecer a influência libertadora da beleza do reino do espírito, para seu próprio prazer pessoal e para proveito da comunidade à qual seu futuro trabalho pertencer."

(Albert Einstein)

RESUMO

OLIVEIRA, J.L. **Implicações da adoção do padrão IFRS no volume financeiro das debêntures emitidas pelas companhias abertas brasileiras**. 2015. 110 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

O objetivo desta pesquisa resume-se em investigar as implicações da adoção do padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no volume financeiro (valor total geral emitido) de debêntures emitidas pelas companhias brasileiras de capital aberto. Há o pressuposto de que a convergência às normas internacionais de contabilidade impacta na qualidade das informações contábeis divulgadas, portanto, a análise se concentrará em algumas características das debêntures atreladas às informações divulgadas ao mercado. As debêntures foram escolhidas para a investigação do problema proposto devido à expressiva evolução de emissões durante a última década, às vantagens frente a outros tipos de financiamento e por constituírem-se como principal instrumento de captação de longo prazo. A amostra foi elaborada pelas emissões constantes na base de dados do Sistema Nacional de Debêntures e por outras informações complementares localizadas nos *sites* da BM&FBOVESPA, da CVM, das agências de *rating*, das empresas emissoras de debêntures e da plataforma da *Econômica*®. A pesquisa direciona-se, portanto, a analisar se houve maior volume financeiro de debêntures emitidas em três janelas temporais: janeiro de 2007 a dezembro de 2007 (período anterior à adoção das IFRS), janeiro de 2008 a dezembro de 2009 (período de adoção parcial das IFRS) e janeiro de 2010 a dezembro de 2013 (período de adoção obrigatória das IFRS). A análise será pautada pela inclusão da variável dependente sobre o volume financeiro; de três variáveis independentes referentes aos períodos de adoção anterior, parcial e obrigatória das IFRS; e das variáveis de controle *rating*, nível de governança corporativa, prazo, ativo, risco-país, setor de atividade, e de *dummies* referentes à garantia das emissões e referentes à adoção voluntária das IFRS e à negociação de títulos em outros países pelas companhias emissoras. Como meio para a investigação do problema será utilizado o método estatístico de análise de dados em painel desemparelhado para analisar o impacto da convergência às IFRS no volume financeiro de debêntures emitidas. Os resultados do trabalho indicam que a adoção do padrão IFRS impactou no volume financeiro das debêntures emitidas pelas companhias de capital aberto brasileiras no período analisado. Foi verificada relação positiva e estatisticamente significativa entre o volume financeiro emitido durante o período de adoção parcial e obrigatória das IFRS. Embora o impacto não tenha tido a mesma dimensão se comparado ao período de adoção parcial das normas internacionais, a tendência se manteve. Considera-se que a pesquisa contribui tanto para a literatura sobre os impactos do IFRS no mercado de debêntures, quanto para as empresas ao demonstrar as vantagens e a relevância das debêntures para o mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Qualidade da informação contábil; IFRS; Custo de capital; Debêntures; Volume financeiro emitido.

ABSTRACT

OLIVEIRA, J.L. **Implications of adopting IFRS on the financial volume of debentures issued by Brazilian publicly traded companies**. 2015. 110 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

The aim of this research is summarized in investigating the implications of the adoption of *International Financial Reporting Standards* (IFRS) on the financial volume (total value issued) of debentures issued by Brazilian publicly traded companies. There is the assumption that convergence to the international accounting standards influences the quality of accounting information disclosed, therefore, the analysis will focus on some features of the debentures linked to the information disclosed to the market. The debentures were chosen for investigation of the proposed problem due to the significant growth of issuance over the last decade, the advantages over other types of financing and be constituted as the main tool for raising long term financing. The sample will be drawn up by found issuances located in the data basis of the National Debenture System and other additional information found in BM&FBOVESPA, CVM, rating agencies and debentures issuers websites and Economatica® platform. The research is directed, therefore, to examine whether there was a greater financial volume of debentures issued in three time windows: January 2007 to December 2007 (period before the adoption of IFRS), January 2008 to December 2009 (partial adoption period of the IFRS) and January 2010 to December 2013 (mandatory adoption period of IFRS). The analysis will be guided by the inclusion of the dependent variable on the financial volume; three independent variables related to the previous, partial and mandatory IFRS adoption periods; and control variables rating, corporate governance level, term, asset, country risk, sector of activity, and dummies variables related to the emissions warranty and related to the voluntary adoption of IFRS and to the trading of securities in other countries by the issuing companies. As a means to investigate the problem, will be used the statistical method of unbalanced panel data analysis to analyze the impact of convergence to IFRS on the financial volume of debentures. The results indicate that IFRS adoption impacted the financial volume of debentures issued by Brazilian publicly traded companies during the period. Positive and statistically significant relationship was found between the financial volume issued during the partial and mandatory period of IFRS adoption. Although the impact has not had the same dimension compared to the partial period of IFRS adoption, the trend continued. We believe that this research contributes both to the literature on the impact of IFRS on the debenture market, and for companies to demonstrate the advantages and relevance of the debentures for the Brazilian capital market.

Keywords: Quality of accounting information; IFRS; Cost of capital; Debentures; Financial volume issued.

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Estatística Descritiva - Volume Financeiro Emitido	77
Tabela 2 - Teste de Diferença de Média - Volume Financeiro.....	80
Tabela 3 - Estatística Descritiva - Variável Binária Rating.....	82
Tabela 4 - Estatística Descritiva - Variável Binária NGCIA	84
Tabela 5 - Classificação da Amostra por Setores - Quantidade de Emissões.....	86
Tabela 6 - Estatística Descritiva - Variáveis Binárias VOL e LIST	87
Tabela 7 - Matriz de Correlação - Volume Financeiro Emitido	88
Tabela 8 - Modelo Paineis - Volume Financeiro Emitido.....	95

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Colocações Primárias e Secundárias em R\$ Milhões	48
Gráfico 2 - Volume Financeiro Emitido em R\$ Milhões	64
Gráfico 3 - Volume Financeiro em Reais (R\$) - Emissões de Debêntures	78
Gráfico 4 - Distribuição de Frequência das Quantidades Emitidas - Variável Prazo	79

Lista de Figuras

Figura 1 - Estrutura do Trabalho..... 59

Figura 2 - Estoque de Debêntures..... 64

Lista de Quadros

Quadro 1 - Volume de Emissões Primárias e Secundárias em R\$ Milhões	24
Quadro 2 - Revisão da Literatura: IFRS, Qualidade da Informação e Custo de Capital	41
Quadro 3 - Enquadramento das Emissões de Debêntures por Rating Atribuído	83
Quadro 4 - Emissões por Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa...	85

Sumário

1 Introdução	18
1.1 Problema de Pesquisa.....	20
1.2 Objetivos	21
1.3 Hipótese.....	22
1.4 Justificativa	23
1.5 Contribuições	26
1.6 Estrutura do Trabalho	28
2 Referencial Teórico.....	30
2.1 Adoção do IFRS nos Âmbitos Nacional e Internacional	31
2.2 IFRS e Qualidade da Informação Contábil.....	33
2.3 Impactos do IFRS no Custo de Capital	37
2.4 Debêntures.....	42
2.4.1 Conceitos e Características.....	42
2.4.2 O Mercado de Debêntures	46
2.4.3 O <i>Rating</i> e as Emissões de Debêntures	52
2.4.4 Governança Corporativa e Qualidade da Informação.....	54
3 Dados e Método da Pesquisa.....	61
3.1 Base de Dados e Descrição da Amostra	61
3.2 Amostra	63
3.3 Variáveis	65
3.3.1 Variável Dependente	65
3.3.2 Variáveis Independentes.....	66
3.3.3 Variáveis de Controle.....	68
3.3.4 Modelos de Dados em Pannel	72
3.3.5 Modelo Proposto	74
4 Resultados.....	76
4.1 Estatísticas Descritivas	76
4.1.1 Volume Financeiro Emitido	76
4.2 Modelo	92
4.2.1 Volume Financeiro - Dados em Pannel.....	93
5 Considerações Finais	99
5.1 Conclusões	99

5.2 Limitações e Sugestões	102
Referências Bibliográficas.....	104

Lista de Abreviaturas e Siglas

ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

BC - Banco Central

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CDI - Certificados de Depósito Interbancário

CFC - Conselho Federal de Contabilidade

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles*

IAS - *International Accounting Standard*

IASB - *International Accounting Standards Board*

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

SEC - *Securities Exchange Commission*

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SND - Sistema Nacional de Debêntures

TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo

TR - Taxa Referencial

VPL - Valor Presente Líquido

1 Introdução

Em 2007 foi promulgada a Lei nº 11.638/07 cujo objetivo foi o de incutir às empresas de capital aberto no Brasil uma nova filosofia no tocante à elaboração e divulgação dos seus dados financeiros. Desta forma, estas empresas iniciaram com a Lei nº 11.638/07 o processo de convergência para as normas internacionais de contabilidade, as **IFRS - *International Financial Reporting Standards***.

A Lei nº 11.638/07 modificou a Lei nº 6.404/79 - Lei das Sociedades Anônimas - para adequar a lei societária brasileira à nova realidade da economia, já que esta realidade convergia para a globalização dos mercados e, portanto, fazia-se necessária a implementação de normas contábeis internacionalmente reconhecidas. Assim, a Lei nº 11.638/07 exigiu das sociedades anônimas a adoção das IFRS para as demonstrações individuais e consolidadas para aumentar o grau de transparência das demonstrações financeiras, fortalecer o mercado de capitais ao atrair novos investimentos para o país e melhorar a avaliação de ativos e passivos, os quais passaram a ser mensurados a valor justo com vigência desde primeiro de janeiro de 2013 (IFRS 13 – *Fair Value Measurement*; equivalente ao CPC 46 - Mensuração do Valor Justo).

Sob a premissa de que a obrigatoriedade da utilização das IFRS aumenta a transparência e melhora a qualidade dos relatórios financeiros, a padronização das normas contábeis facilitaria a comparação do desempenho financeiro das empresas advindas de diversos países. Com isso, haveria aumento da eficácia da competição por fundos internacionais e tornaria os mercados de capitais internacionais mais eficientes, o que reduziria o custo de capital para as empresas e como consequência um possível aumento do valor econômico agregado. (JEANJEAN; STOLOWY, 2008).

Assim, a redução do custo de capital é uma das vantagens apontadas quando da adoção do padrão contábil IFRS e tema de pesquisas realizadas para averiguarem se há, na realidade, esta associação. A literatura internacional, principalmente, dispõe de trabalhos que buscaram analisar a relação entre custo de capital e adesão dos padrões contábeis internacionais. Uma parte considerável das pesquisas obteve resultados convergentes ao que se esperava, ou ao menos evidências que estavam nesta direção. (DARGENIDOU; MCLEAY; RAONIC, 2006; DASKE, 2006; DASKE et al, 2008; ERNSTBERGER; VOGLER, 2008; SILVA, 2013).

Neste contexto inserem-se as debêntures, classificadas como títulos de dívidas que compõem a estrutura de capital das empresas que as emitem. As debêntures há pelo menos

15 anos desempenham papel relevante no financiamento empresarial ao representarem a maior fonte de captação no mercado de capitais. Conforme dados da CVM, datados de 2012, as emissões primárias e secundárias de debêntures apresentaram volume financeiro de captações significativamente maior do que o auferido pelo mercado acionário (R\$ 50.047.485.000,00 contra R\$ 8.888.263.313,55). De acordo com a Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) o percentual total de captação por estes títulos alcançou 62,5% em 2012, enquanto a captação por ações neste ano decaiu em aproximadamente 25%. Embora as emissões, segundo a Anbima, tenham recuado 26% em 2013 ante 2012, elas voltaram a subir em 2014. Com isso, as debêntures ainda possuem alta representatividade dentre as opções de financiamento empresarial.

Dessa forma, ao se comparar o volume financeiro da dívida contraída pela emissão de debêntures antes e após a adoção das IFRS, pode haver a possibilidade de serem encontradas evidências de maiores volumes de captação após a adoção obrigatória dos padrões contábeis internacionais de divulgação. Na seção "Referencial Teórico" serão apresentados estudos que embasam e amparam a realização desta pesquisa.

Após prévia exposição sobre os possíveis impactos da adoção das IFRS na estrutura de capital das empresas, em particular na composição desta estrutura em parte pelas emissões de debêntures, esta pesquisa direciona-se a analisar se houve maior volume financeiro de debêntures emitidas ao serem consideradas três janelas temporais. Tais janelas compreendem os seguintes períodos: janeiro de 2007 a dezembro de 2007 (período anterior à adoção das IFRS), janeiro de 2008 a dezembro de 2009 (período de adoção parcial das IFRS) e janeiro de 2010 a dezembro de 2013 (período de adoção obrigatória das IFRS que se deu após janeiro de 2010), sendo que a análise será pautada pela inclusão de variáveis descritas nas seções posteriores. A separação nestas janelas temporais permitirá comparar as empresas quanto à influência ou não da adoção obrigatória no volume financeiro de debêntures emitidas.

1.1 Problema de Pesquisa

Diante do exposto, a expectativa em relação à adoção das normas internacionais é a de maior qualidade do conteúdo informacional proporcionado pela contabilidade. Além disso, espera-se que haja aumento na transparência das demonstrações contábeis e, dessa forma, uma redução na assimetria de informação entre empresa e mercado. Para o ex-presidente do IASB, David Tweedie (2006), tal preceito, caso comprovado, pode colaborar para a redução do custo de obtenção de informação, o que impactará no custo de capital empresarial.

Embora o mercado brasileiro de debêntures não seja bem desenvolvido se comparado a outros países como os Estados Unidos com o seu mercado de *bonds*, esses títulos de dívida fixa apresentaram alta representatividade na estrutura de capital das empresas brasileiras na última década e, conforme dados da Anbima, em 2012 os papéis responderam por 62,5% do total de recursos captados, sendo que as ações atingiram 23%. Todas as emissões públicas devem ser registradas pela CVM, e este é o órgão regulador das ofertas públicas cuja finalidade é assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral. Tal proteção é efetivada por meio de diversos requisitos que se resumem em uma, conforme a CVM, “[...] ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas”.

Assim, o principal objetivo no processo de emissão é o de fornecer informação adequada e proteção ao investidor e exigir das empresas emissoras o cumprimento de um conjunto de ações que visem à lisura da operação. A ANDIMA (2008), ainda existente nesta época, enfatizava a relevância da adoção do padrão internacional de elaboração de prospectos e de divulgação de informações, o que está alinhado aos preceitos da adoção do IFRS no aumento da qualidade da informação contábil divulgada aos usuários.

Partindo-se do contexto exposto em que as debêntures constituem-se como um dos principais meios de captação de recursos pelas companhias de capital aberto e das alterações promovidas na contabilidade brasileira pela inserção obrigatória das normas internacionais (IFRS), é apresentado o seguinte problema de pesquisa:

Houve relação entre o volume financeiro de debêntures emitidas pelas companhias brasileiras de capital aberto e as variáveis contempladas no modelo ao longo do tempo de adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no Brasil?

A partir do problema de pesquisa desenhado anteriormente, construiu-se um conjunto de objetivos que serão destacados a seguir.

1.2 Objetivos

O objetivo geral da pesquisa é averiguar se a adoção obrigatória do padrão internacional das normas contábeis (IFRS) acarretou em aumento do volume financeiro total geral de debêntures emitidas no Brasil, visto que é esperado melhora no conteúdo informacional. Essa melhora possibilita acesso aos investidores a informações mais transparentes, o que lhes proporciona maior segurança na realização de investimentos.

Alguns estudos descritos anteriormente e outros que serão expostos adiante, como os de King e Levine (1993), Sengupta (1998), Mazumdar e Sengupta (2005), Andrezo e Lima (2007), Jeanjean e Stolowy (2008), Daske *et al* (2008), Florou e Kosi (2009) associam a adoção das normas internacionais de contabilidade à redução do custo de capital empresarial e, sendo as debêntures um dos meios mais utilizados para captação de recursos de terceiros, o aumento do conteúdo informacional pela adoção das IFRS pode impactar nessa redução. O pressuposto é o de que investidores que dispõem de informações mais completas e transparentes estejam mais propensos a investirem nesses títulos de renda fixa e, dessa forma, as empresas emissoras podem se beneficiar da possibilidade de aumento do volume de debêntures emitidas, bem como da redução do custo de captação.

Espera-se que o trabalho contribua para a relação de pesquisas sobre a utilização das debêntures na estrutura de capital, já que a literatura não é muito expressiva, além de acrescentar a associação entre debêntures e adoção das IFRS. Outro objetivo implícito é enfatizar que estes títulos possuem vantagens como prazos flexíveis, menores custos de captação, garantias e condições de emissão que permitem o planejamento dos pagamentos pela emissora, dedução dos pagamentos de juros como despesas financeiras, atratividade do título com cláusulas que permitem a participação do investidor em debêntures nos lucros da emissora, conversibilidade das debêntures em ações e repactuações da dívida.

Mesmo apresentando tais vantagens, as debêntures ainda são pouco utilizadas pelas empresas do mercado de capitais brasileiro se comparadas a outros mecanismos de captação, principalmente como ações, empréstimos e financiamentos realizados em mercados de crédito e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES).

Apresentados os objetivos, será exposta a hipótese de pesquisa que auxiliará no alcance destes objetivos.

1.3 Hipótese

O desenvolvimento da hipótese a ser testada amparou-se pela seleção de alguns estudos da literatura nacional e internacional sobre adoção das IFRS, sobre a utilização de debêntures na estrutura de capital e sobre a relação entre a adoção das normas internacionais e os impactos no custo de capital empresarial. Alguns estudos foram descritos anteriormente e outros serão apresentados no decorrer do trabalho de forma a sustentar a pesquisa.

De modo geral, a pesquisa aborda os impactos da implementação das IFRS no mercado financeiro, particularmente no mercado de debêntures ao associar uma melhora no conteúdo informacional a um aumento do volume financeiro de debêntures emitidas. Conforme Soderstrom e Sun (2007), os determinantes da qualidade dos relatórios contábeis são os padrões estabelecidos, o sistema legal, o político e os incentivos para a elaboração dos relatórios financeiros. Portanto, é necessário entender que a adoção das IFRS é apenas um dos determinantes da qualidade da informação contábil e que cada país possui características que também impactarão na qualidade da informação gerada.

Para a definição da hipótese partiu-se do pressuposto de que o conteúdo informacional disponibilizado nos relatórios contábeis e financeiros realizados sob as especificações das normas internacionais de contabilidade é mais transparente e detalhado. Assim, a captação de recursos de terceiros pode vir a ser menos onerosa e, no caso da emissão das debêntures, maiores captações advindas de maiores volumes financeiros emitidos talvez sejam verificadas.

Diante do exposto, foi definida a seguinte hipótese da pesquisa:

Houve relação entre o volume financeiro de debêntures emitidas pelas companhias brasileiras de capital aberto e as variáveis ao longo do tempo de adoção IFRS no Brasil.

A partir da hipótese levantada traça-se a justificativa desta pesquisa, demonstrada a seguir.

1.4 Justificativa

No cenário científico nacional e internacional há quem defenda a possibilidade de benefícios para as empresas e para a economia pela adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS). Alguns destes benefícios incluem, por exemplo, maiores e melhores oportunidades de investimentos, diminuição da assimetria de informação, aumento da liquidez e redução dos custos de capital. Estes benefícios advêm pelo fato de que a adoção das IFRS pode provocar aumento da qualidade da informação contábil.

Bruce (2010) afirma que independente de como as alterações na contabilidade foram incorporadas, se voluntariamente ou obrigatoriamente, elas podem representar uma melhora na qualidade dos padrões contábeis e, com isso, aumentar a qualidade das informações divulgadas pelas empresas. Tal melhoria é relevante para o desenvolvimento de um país ao permitir maior atratividade de investimentos, o que reduz o custo de capital e permite acesso a financiamentos externos. Esta visão está em consonância com Defond *et al* (2011), pois estes autores retratam que a adoção obrigatória das IFRS ocasiona melhora na comparabilidade das demonstrações financeiras, o que reduz os custos de aquisição de informações para os investidores globais e, desta forma, aumenta os investimentos em empresas estrangeiras.

Atrelado ao exposto sobre a melhora da qualidade informacional em decorrência da adoção das IFRS, além da possível redução do custo de captação de recursos, o que tornaria possível a realização de maiores financiamentos, têm-se as debêntures como uma alternativa dentre os recursos de terceiros disponíveis.

O aumento da participação das debêntures no mercado de capitais, além de outros títulos, ocorreu com a melhora da economia e certa estabilização advinda da adoção do Plano Real. Abaixo tem-se quadro com a demonstração da expressividade do mercado de debêntures frente a outros valores mobiliários negociados em período subsequente ao Plano Real até o final de 2014. Todos os valores estão expressos em milhões:

Quadro 1 - Volume de Emissões Primárias e Secundárias em R\$ Milhões

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
1995	1.935,25	6.883,38	1.116,68	0	0
1996	9.179,37	8.395,48	499,35	0	0
1997	3.965,21	7.517,78	5.147,01	0	0
1998	5.968,38	9.657,30	12.903,49	314,01	0
1999	4.638,79	6.676,38	8.044,00	12,9	0
2000	13.537,49	8.748,00	7.590,70	171,67	0
2001	5.919,87	15.162,14	5.266,24	222,8	0
2002	6.151,12	14.635,60	3.875,92	142,18	200
2003	2.723,37	5.282,40	2.127,83	287,6	1.540,00
2004	9.152,55	9.613,81	2.241,00	403	5.134,65
2005	14.142,01	41.538,85	2.631,54	2.102,32	8.579,13
2006	31.306,92	69.464,00	5.278,50	1.071,44	14.262,00
2007	75.499,00	48.073,00	9.726,00	1.520,00	12.088,00
2008	34.882,13	24.049,00	25.438,00	4.809,00	12.878,00
2009	47.130,72	27.614,00	22.643,00	3.242,00	10.112,00
2010	150.285,00	52.293,00	18.737,00	7.592,00	13.720,00
2011	18.982,00	48.500,00	18.019,00	12.427,00	14.734,00
2012	14.300,00	88.446,00	22.652,00	10.361,00	6.058,00
2013	23.895,00	66.136,00	20.809,00	14.480,00	5.923,00
2014	15.410,00	70.571,00	30.514,00	14.497,00	6.154,00

Fonte: CVM e ANBIMA (2015)

No Brasil, o mercado de debêntures embora não bem desenvolvido, vem ocupando papel de destaque no financiamento empresarial durante a última década. Em 2003 as emissões perfizeram 43% do total de recursos captados contra 23% do total captado por meio da colocação de ações no mercado. Segundo dados da Anbima, em 2011 as debêntures corresponderam a 42,5% do total captado no mercado doméstico e em 2012 elas foram responsáveis por mais da metade das captações de recursos nesse mercado, sendo que o total captado neste ano por meio de debêntures foi o de 62,5%.

Foi a partir de 2005 que houve um *boom* nas emissões de debêntures, o que consolidou esse mercado como uma das principais fontes de recursos para as empresas e uma alternativa interessante de investimento presente no mercado de capitais. Entre 1998 e 2009 o estoque de debêntures cresceu 1.168% e o estoque de títulos privados igualou-se ao de títulos públicos, sendo que as debêntures correspondiam a 20% do mercado de títulos privados, totalizando em R\$ 265 bilhões (ARAÚJO; BARBEDO; VICENTE, 2013).

As debêntures, ainda, podem ser associadas ao crescimento econômico do país, conforme o estudo de Pimentel, Peres e Lima (2011). Os autores, ao se basearem no trabalho pioneiro de Schumpeter (1934) sobre a relação entre desenvolvimento econômico e mercado financeiro, verificaram cointegração entre as variáveis referentes ao crescimento econômico e ao mercado de debêntures e que, de modo geral, o mercado de debêntures está associado ao crescimento econômico (causa-Granger).

Outra evidência apontada pelos autores é a de que o aumento no volume de debêntures demonstra-se mais relevante do que o mercado de crédito bancário na influência sobre o crescimento econômico do país. É importante enfatizar que os títulos de dívida são essenciais para o direcionamento de recursos utilizados no financiamento do setor produtivo de qualquer economia.

Ainda, retratam as debêntures como instrumento relevante na quebra de assimetria informacional entre investidores e gestores das companhias, pois de acordo com Sanvicente (2001) a emissão de debênture tem impacto significativo na riqueza das empresas emissoras, já que os investidores reagem à informação de registro de emissão como perspectivas sobre retornos futuros das empresas. Pode-se relacionar a questão da informação à adoção das IFRS, em que companhias mais comprometidas com a divulgação de informações relevantes, fidedignas e que demonstrem que suas práticas contábeis estejam de acordo com as normas poderão resguardar investidores e beneficiarem-se com maior acesso ao capital.

Embora as debêntures sejam um dos principais ativos de renda fixa do Brasil, o seu mercado secundário é pouco desenvolvido devido à baixa liquidez advinda principalmente, de acordo com Araújo, Barbedo e Vicente (2013), da falta de dados no mercado que permitam a precificação das debêntures de modo adequado. Assim, talvez a convergência aos padrões internacionais de contabilidade poderia auxiliar no maior detalhamento das informações divulgadas ao mercado e, com isso, aumentar a liquidez e a atratividade destes títulos. Outros fatores que restringem o desenvolvimento do mercado de debêntures são a falta de taxa de juros atrativas para emissão de títulos, os elevados custos operacionais da emissão e os fatores conjunturais específicos do país que não provêem proteção aos investimentos.

Mesmo considerado como um mercado incipiente, as debêntures são relevantes ao desenvolvimento econômico do país, pelo já exposto, e dispõem de características vantajosas como prazos maiores e taxas menores quando comparadas ao sistema de financiamento tradicional brasileiro – o de crédito.

Diante do exposto, a justificativa para a realização deste trabalho pauta-se pela representatividade e relevância das debêntures na estrutura de financiamento das empresas, pela associação do seu uso ao crescimento econômico, pela caracterização como uma ótima opção de financiamento comparada a outros meios e pelo possível impacto da adoção do padrão IFRS no volume financeiro de debêntures emitidas.

Como mencionado, a incorporação do padrão IFRS implica em melhora do conteúdo informacional, o qual, por sua vez, age como mecanismo de redução de assimetria informacional e de proteção ao investidor. Verificar se há associação entre o uso das IFRS e o volume financeiro emitido permitirá demonstrar se um conteúdo informacional relevante e com representação fidedigna é considerado pelo investidor e, com isso, impactar no volume financeiro.

Além da justificativa do estudo do mercado de debêntures pela sua expressividade em termos financeiros, pela associação ao crescimento econômico e pelo possível impacto da adoção das IFRS no volume financeiro emitido, a não existência de estudos com as temáticas envolvendo adoção das IFRS no Brasil e debêntures possibilita que esta pesquisa demonstre uma nova associação das IFRS ao custo de capital empresarial contribuindo, assim, para a literatura vigente.

A pesquisa justifica-se, desta forma, essencialmente pelo intuito de demonstrar as evidências de uma possível associação entre a adoção das IFRS no Brasil e o uso de debêntures na estrutura de capital - associação traduzida pelo impacto no volume financeiro emitido - o que possibilitaria a redução da dependência do crédito bancário e o oferecimento de maiores prazos e volumes de recursos de forma a auxiliar no desenvolvimento econômico do país.

Na próxima seção serão expostas as contribuições pretendidas com a execução da pesquisa. Tais contribuições são consequências das justificativas almejadas.

1.5 Contribuições

O nível de desenvolvimento do mercado financeiro, para Soderstrom e Sun (2007), afeta a qualidade da informação contábil. Os agentes de mercado necessitam de informações visando à redução da assimetria de informação, e ambientes econômicos com a existência de tal assimetria acarretam em falhas na distinção entre investimentos de alta qualidade dos de baixa qualidade.

Fernandes e Ferreira (2008) e Zhou *et al* (2009) sugerem que os impactos da adoção das IFRS na qualidade das informações contábeis diferem para países emergentes e países desenvolvidos, já que a utilidade dessas informações é menor em países em desenvolvimento. Assim, a melhoria na qualidade pela adoção dos padrões internacionais não é tão intensa quanto a verificada em países de economia desenvolvida.

Os sistemas legal e político, por exemplo, afetam de modo indireto a qualidade da informação por meio do nível de desenvolvimento do mercado financeiro. No Brasil tem-se um sistema legal fundamentado pelo *code law* e com fraca proteção ao investidor, o que não garante retorno sobre o investimento realizado e, consequentemente, impacta no número de investidores dispostos a fornecerem recursos para o financiamento das atividades das empresas.

Dessa forma, países em que a proteção aos credores é baixa, as captações de recursos são mais custosas. Ou seja, nestes países a existência desse tipo de sistema político e legal afeta a qualidade da informação divulgada em relação à estrutura de capital de modo que o custo de financiamento torna-se mais oneroso. Além disso, muitas vezes as informações possuem pouca utilidade na redução de assimetria de informação pelo tipo de financiamento utilizado pelas empresas, o que também influencia na qualidade da informação gerada e divulgada.

No Brasil, a captação de recursos por meio da emissão de debêntures possui taxa inferior ao sistema bancário e, de acordo com a FIPECAFI (2013), em 2012 (período de março a junho) esta taxa foi inferior à praticada pelo BNDES. Com isso, este título de renda fixa torna-se uma opção vantajosa em comparação à captação por meio da colocação de ações no mercado ou à captação pelo financiamento bancário.

Considerando as estruturas jurídica e política brasileiras, as quais influenciaram e ainda influenciam em um mercado financeiro pouco desenvolvido, a relação entre adoção das IFRS e qualidade da informação contábil e o uso ainda pouco expressivo do emprego de debêntures na estrutura de capital das empresas de capital aberto, fazem com que este trabalho proponha as seguintes contribuições:

- 1) Como ainda não há na literatura estudos que realizaram tal associação, espera-se auxiliar com o acréscimo deste estudo na relação das pesquisas sobre debêntures ao mesmo tempo em que se verifica se houve ou não impacto da qualidade da informação contábil no volume financeiro de títulos emitido;

- 2) Fornecer aos preparadores das demonstrações financeiras visão complementar quanto à relevância da qualidade da informação gerada, pois esta qualidade (ou a falta

dela) pode auxiliar em uma possível redução do custo de capital. Assim, espera-se que a pesquisa influencie em medidas que priorizem pelo aumento da qualidade das demonstrações financeiras levando em consideração aspectos inerentes à realidade econômica e financeira do país e não somente as exigências do IFRS;

3) Ao analisar um período mais longo após a adoção obrigatória das IFRS em relação aos estudos já realizados, os resultados trarão maior consistência à pesquisa e possibilitarão identificar se eles continuam na mesma linha das evidências verificadas em outras pesquisas ou se há diferenças;

4) Aos profissionais de mercado, apresentar as vantagens de captação de recursos via emissão de debêntures, bem como, caso verificado associação entre o volume financeiro emitido e as IFRS, expor que os padrões contábeis internacionais podem ampliar essas vantagens ao influenciar em uma provável redução do custo de capital.

Delineados o problema de pesquisa, os objetivos, a hipótese, a justificativa e as contribuições do trabalho, apresenta-se a seguir a estrutura proposta para esta pesquisa.

1.6 Estrutura do Trabalho

A estrutura do trabalho está composta por cinco seções, em que a primeira apresenta a introdução, a qual contempla o contexto em que a pesquisa está inserida, o problema, os objetivos que se espera alcançar, a hipótese a ser testada, a justificativa e as contribuições almejadas. A segunda seção contém o referencial teórico com a exposição de estudos que tratam da adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) e da relação entre a possível melhora da qualidade da informação contábil e o custo de capital empresarial. Além disso, na segunda seção são abordados o mercado de debêntures brasileiro e assuntos com prováveis impactos neste mercado, como *rating* e governança corporativa.

Após o referencial teórico segue a terceira seção, na qual são apresentados a fonte de dados da pesquisa e os aspectos metodológicos com a descrição das variáveis empregadas na análise dos resultados, o tipo de análise estatística e o modelo proposto.

A quarta seção traz a descrição dos resultados obtidos pela investigação do problema, enquanto a quinta - última - seção contemplará as considerações finais com as conclusões, limitações da pesquisa e sugestões para estudos posteriores. Por fim, tem-se as referências bibliográficas utilizadas no desenvolvimento do trabalho.

2 Referencial Teórico

Nesta seção são apresentados alguns dos trabalhos realizados sobre a adoção dos padrões internacionais de contabilidade - IFRS - em diversos países e os resultados acerca dos impactos desta adoção na qualidade da informação contábil e no custo de capital empresarial. Assim, o objetivo é descrever, além dos principais trabalhos, outras pesquisas que tratam dos efeitos da adoção das IFRS nos mercados de capitais. Primeiramente são apresentados os panoramas brasileiro e internacional de convergência aos padrões internacionais de contabilidade para, então, serem descritos os resultados de pesquisas empíricas que aliam IFRS à qualidade da informação contábil e ao custo de capital das companhias de capital aberto.

Como a pesquisa delimita-se ao estudo do uso de debêntures na estrutura de capital, é abordado na parte seguinte do referencial teórico o mercado nacional de debêntures e as características destes títulos de renda fixa. As debêntures são discutidas em termos de vantagens frente a outros tipos de financiamento e de evolução do seu volume emitido no decorrer da última década.

Os debates sobre os efeitos da adoção das normas internacionais de contabilidade na qualidade da informação contábil, a qual pode acarretar em menor custo de capital, influenciam nas divisões finais do referencial teórico. Primeiramente será tratado o *rating* atribuído pelas agências classificadoras, que também funciona como um meio para melhorar a qualidade da informação contábil ao sinalizar para o mercado informações, pautadas em julgamentos, acerca das emissões. Por fim, outro assunto bastante difundido pela literatura refere-se à adesão aos princípios de governança corporativa para melhorar a transparência e, conseqüentemente, a qualidade da informação contábil gerada. Assim, são tratados nesta seção a relação entre governança corporativa e qualidade da informação e o cenário brasileiro quanto à adesão aos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Para a fundamentação teórica estão sendo utilizadas pesquisas advindas de diversas bases de informação. Desse modo, os estudos utilizados advêm de livros, dissertações, teses e artigos pertencentes aos principais periódicos, tanto nacionais quanto internacionais, o que remete às seguintes bases: Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP - Universidade de São Paulo, *Scientific Electronic Library Online (SCIELO)* e *SCOPUS*.

2.1 Adoção do IFRS nos Âmbitos Nacional e Internacional

O processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil originou-se da perda da qualidade da informação contábil ao serem elaboradas demonstrações financeiras de acordo com órgãos reguladores, fiscalizadores, associações de profissionais da área, dentre outros. Com isso, a influência exercida sobre a elaboração destas demonstrações fez com que as mesmas não seguissem os preceitos técnicos mais adequados, ocasionando a perda da qualidade informacional.

Iudícibus *et al* (2010) afirmam que a pressão dos acadêmicos juntamente aos profissionais de mercado impulsionou o país rumo a convergência às normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB. Assim, surgiram o Conselho Federal de Contabilidade e o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), este último com a tarefa de produzir normas que estejam de acordo com o padrão internacional.

O caso brasileiro de convergência foi realizado em duas etapas, diferentemente da Austrália ou dos países da União Europeia. A primeira etapa ocorreu com a aprovação da Lei nº 11.638/07, que permitiu a adoção parcial das normas a partir de 2008, enquanto a segunda etapa se traduz pela adoção obrigatória dos padrões contábeis, a partir de 2010, para as companhias brasileiras de capital aberto (LIMA, 2010). Assim verifica-se que a diferença da adoção no Brasil em comparação aos países mencionados decorre da etapa de adoção parcial das IFRS.

Assim, a aprovação da Lei nº 11.638/07 foi o início da convergência ao direcionar o Brasil para a normatização internacional, porém, Lima (2010) enfatiza que a concretização do processo se deu com a Lei nº 11.941/09. Como exposto, a obrigatoriedade então da adoção do padrão internacional de contabilidade teve vigência após janeiro de 2010.

A promulgação da Lei nº 11.638/07 alterou, então, de modo significativo a Lei nº 6.404/76. A Lei nº 6.404/76 foi reformulada e estipulou que as normas emitidas pela CVM deveriam ser elaboradas conforme os padrões internacionais, e as companhias de capital aberto deveriam elaborar e divulgar informações contábeis de acordo com as regulações da CVM.

Outras mudanças regulatórias relevantes fizeram parte do processo de convergência aos padrões internacionais, como: **i)** exigência pela BM&FBOVESPA de que companhias listadas no Nível II e no Novo Mercado (níveis de governança corporativa) apresentassem suas demonstrações financeiras de acordo com o IFRS ou

com o US GAAP; **ii**) emissão pelo Banco Central (BC) do Comunicado 14.529/06 exigindo das instituições financeiras a preparação de demonstrações de acordo com o IFRS; **iii**) criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) pela Resolução CFC 1.055/05 e; **iv**) instituição em 2010 do Memorando de Entendimento entre o IASB, o CFC e o CPC, o qual certifica que o CPC sempre emitirá normas que estejam embasadas nas emitidas pelo IASB.

Com relação à adoção das IFRS pelos demais países, podem ser descritos alguns casos, como a adoção pelos países europeus. Na Europa, conforme a Deloitte (2012), foi emitido um anúncio em 2002 exigindo a adoção das IFRS pelas empresas europeias com ações negociadas em mercado. Ficou formalizado que a divulgação das informações de acordo com os padrões internacionais se daria de modo obrigatório a partir de 2005, ou seja, o processo de convergência foi relativamente rápido.

Já o processo de transição aos padrões internacionais pelos EUA ocorre de forma lenta. A *Securities Exchange Commission* (SEC) apresentou em 2010 a proposta de convergência ao padrão internacional de contabilidade, porém, espera-se que a adoção seja feita apenas em 2015 (DELOITTE, 2012).

No Brasil, espera-se que a adoção das IFRS resulte em melhora da qualidade do conteúdo informacional ao ser priorizada a essência econômica sobre a forma jurídica. Iudícibus, Martins e Gelbcke (2009) retratam que as mudanças mais relevantes advindas da convergência são primazia da essência sobre a forma, padrões contábeis orientados por princípios e exercício do julgamento por parte dos profissionais de contabilidade.

Lopes e Walker (2008) retratam que o modelo de governança brasileiro volta-se para os *stakeholders*, classificação esta típica de países com regime *code law*, conforme Weffort (2003), e documentaram evidências de que a governança corporativa é relevante pra explicar a qualidade das demonstrações contábeis publicadas no Brasil. Lopes (2002) pontua características relevantes pertencentes às empresas brasileiras que operam no mercado de capitais nacional e que impactam na qualidade e na importância da informação contábil, tais como: estrutura de participação acionária e fatores institucionais, fonte de recursos e presença e participação do Estado na economia.

A existência de um mercado de capitais pouco desenvolvido, com concentração de propriedade (mercado acionário não pulverizado) e pouco utilizado para financiar as atividades e as oportunidades de crescimento das companhias faz com que não haja incentivos à divulgação de informações contábeis. Assim, com a adoção das IFRS é

esperado conteúdo informacional de maior qualidade e que atenda ao mercado como um todo, o que pode contribuir para a redução do custo de capital de terceiros.

2.2 IFRS e Qualidade da Informação Contábil

A qualidade da informação contábil pode ser analisada a partir do Pronunciamento Conceitual Básico - R1 - do CPC, o qual determina que cabe às demonstrações contábeis o fornecimento de informações sobre a situação patrimonial e financeira das empresas que sejam úteis a vários tipos de usuários. Partindo-se desta premissa, a utilidade dessas demonstrações pode ser investigada pelas características qualitativas como relevância, materialidade, representação fidedigna, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade.

O CPC retrata que existem apenas duas características qualitativas fundamentais das demonstrações contábeis a serem obrigatoriamente sempre observadas: relevância e representação fidedigna. Já as demais são características qualitativas de melhoria da qualidade das demonstrações contábeis: comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade, estas sendo menos críticas, porém, ainda altamente desejáveis nas informações contábeis.

Assim, o CPC, criado em 2005, ao ser o mediador entre os pronunciamentos dos padrões internacionais de contabilidade emitidos pelo IASB e a contabilidade brasileira, tem o papel de emitir normas a serem seguidas pelas companhias brasileiras de capital aberto para que as demonstrações financeiras forneçam informações úteis para a tomada de decisão de diferentes usuários.

O CPC foi criado, então, com o intuito de emitir pronunciamentos de acordo com as normas internacionais de contabilidade (IFRS) visando agilidade no processo de convergência às IFRS. A criação do CPC ocorreu por meio da Resolução nº 1.055/05 do Conselho Federal de Contabilidade, tendo este Conselho definido que o objeto do CPC é o estudo, o preparo e a emissão de pronunciamentos técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza que permitam a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira que estejam em consonância com a convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais.

Lima (2010) expôs que o período de adoção parcial no Brasil ocorreu com os pronunciamentos do CPC que vão do 1º ao 14º. Já a adoção obrigatória das IFRS foi

estabelecida com o CPC 37, sendo este período de obrigatoriedade com vigência a partir do ano fiscal de 2010.

O CPC preza, essencialmente, pela relevância e representação fidedigna das informações contábeis divulgadas. No entanto, o CPC é uma entidade brasileira, e mesmo ele seguindo os padrões internacionais, deve-se atentar quando da realização de pesquisas que visem à medição da qualidade da informação, pois o conceito de qualidade da informação contábil envolve diversos fatores relacionados às empresas e aos países a que pertencem estas empresas. Francis, Olsson e Shipper (2008, p. 268) afirmam que “[...] se a qualidade engloba qualquer atributo que torne a informação valiosa para participantes do mercado, então, uma caracterização completa da qualidade da informação é empiricamente intratável”.

Ball (2006) ao estudar os determinantes da qualidade das demonstrações contábeis no cenário de convergência às IFRS retratou que o processo ocorre de maneira desigual devido a fatores políticos e econômicos. Com isso, a adoção das IFRS por diferentes países pode induzir os investidores ao erro, pois esses usuários da informação acreditam que a padronização da elaboração das demonstrações contábeis gera informação de qualidade. Entretanto, a qualidade das demonstrações contábeis pode diferir entre os países, já que o poder das forças políticas e econômicas pode motivar administradores, auditores, reguladores e outros a influenciarem na aplicação das normas contábeis.

Soderstrom e Sun (2007) são outros autores que analisam os determinantes da qualidade da informação. Eles alicerçam-se em duas premissas para a explicação dos benefícios proporcionados pelas IFRS, como a premissa de que a adoção das IFRS possibilita demonstrações de alta qualidade (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008) e a premissa de que há outros incentivos além do sistema contábil envolvidos na divulgação das demonstrações contábeis. Podemos elencar outros incentivos que influenciam na divulgação como tributos, estrutura de propriedade, política do país, estrutura de capital empresarial e desenvolvimento do mercado de capitais.

Com base nos estudos de Jiao *et al* (2011) e Cotter, Tarca e Wee (2012) sobre o impacto da adoção das IFRS na qualidade da informação contábil, Gatsios (2013) verificou os efeitos das IFRS na acurácia das estimativas de lucros realizadas pelos analistas de mercado e na dispersão dessas estimativas de lucro, além averiguar o comportamento do viés de previsão. Ao analisar o mercado acionário brasileiro, Gatsios (2013) encontrou como resultados indícios de que a adoção das IFRS no Brasil ainda não acarretou em melhora da qualidade preditiva da informação contábil, porém, o viés de

previsão diminuiu. Ainda, o autor verificou que no período de adoção parcial das IFRS a dispersão das estimativas aumentou e, no período de adoção obrigatória, não foi verificada alteração desta dispersão.

Para Iudícibus (2010), um dos principais benefícios da adoção das IFRS é a melhora na qualidade da informação contábil, o que acarreta em aumento da transparência além de facilitar na captação de recursos internacionais e retorno financeiro superior aos custos de convergência, pois apesar de haver altos custos iniciais para adequação às normas, o mercado terá a capacidade de averiguar maior transparência e maior comparabilidade das informações financeiras prestadas. Iudícibus e Lopes (2008) retratam que a adoção das IFRS visa à melhora na qualidade da informação e à redução da assimetria informacional no mercado de capitais.

A adoção das IFRS tem despertado o interesse no meio acadêmico ao serem realizados estudos para comparação de práticas contábeis entre os países (DEFOND, 2010). Assim, ao serem analisadas as características qualitativas da informação contábil, utilizam-se usualmente abordagens como relevância e tempestividade, gerenciamento de resultados e conservadorismo (ou prudência no atual pronunciamento do CPC).

No tocante à relevância das informações contábeis, Barth, Beaver e Landsman (2001) atrelam valores contábeis ao mercado de capitais, sendo que tais valores são determinantes na tomada de decisão. Ou seja, o *value relevance* da informação impacta na tomada de decisão, pois os valores contábeis permitem predizer informações e avaliar empresas. Ainda, a pesquisa sobre *value relevance* permite avaliar as alterações realizadas pelos normatizadores, sendo que o impacto dessas alterações no mercado de capitais foi a verificação da qualidade da informação divulgada.

Quanto ao gerenciamento de resultados, Jensen e Meckling (1976) ao tratarem da relação entre agente e principal, afirmaram que os contratos possuem variáveis que impactam no processo de escolha contábil, sendo uma destas variáveis a remuneração dos gestores. Dessa forma, Fields, Lys e Vicent (2001) associam gerenciamento de resultados às práticas que visem ao aumento do valor da empresa. Assim, quanto menor o uso de práticas de gerenciamento na divulgação das informações contábeis, maior será a qualidade da informação contábil publicada.

Partindo-se da premissa de que as políticas contábeis são relevantes e, portanto, afetam o valor da firma, têm-se as implicações a respeito do gerenciamento de resultados visando ao aumento do valor da firma. As hipóteses positivas (hipótese do plano de incentivo, do grau de endividamento e dos custos políticos) servem para explicar as

motivações dos gestores no processo de escolha contábil. Watts e Zimmerman (1990) encontraram evidências de que os gestores manipulam resultados visando em suas remunerações e, para tanto, um procedimento bastante utilizado é o de gerenciamento de resultados contábeis por *accruals*, cujo objetivo em um primeiro momento é o de melhorar a mensuração do desempenho econômico da firma. Contudo, pesquisas empíricas que utilizam modelos baseados em *accruals* falham na distinção das acumulações resultantes das alterações causadas pelo ambiente econômico e as originadas pela manipulação dos dados contábeis. Isso culmina na verificação de que a mensuração dos *accruals* discricionários não é uma boa *proxy* para a avaliação do nível de gerenciamento de resultados.

Martinez (2001) analisou se as companhias brasileiras de capital aberto adotam práticas de gerenciamento de resultados. Encontrou alguns resultados como: as empresas gerenciam resultados visando evitar perdas, sendo que as companhias mais endividadas estão mais propensas a tal prática; não verificou forte evidência de gerenciamento para manutenção do desempenho; as companhias com o objetivo de diminuição de resultados negativos e, com isso, a não perda de credibilidade frente aos credores, utilizam contas de depreciação e receita não operacional; as empresas que utilizam práticas de gerenciamento conseguem retornos anormais no curto prazo, porém, com o tempo o mercado identifica o uso de gerenciamento.

Visando à melhora da qualidade da informação contábil e atentando para o fato da influência do gerenciamento de resultados em tal qualidade, no atual pronunciamento do CPC o termo “conservadorismo” foi substituído pelo termo “prudência” para alinhar a contabilidade brasileira às normas internacionais. Para Coelho (2007), existem o conservadorismo condicional e o incondicional, sendo que o primeiro tipo decorre pela antecipação de alguns eventos que implicam na possibilidade de perdas, enquanto o segundo independe de perdas econômicas.

O reconhecimento oportuno das perdas também pode ser visto como uma medida da qualidade da informação contábil. O conservadorismo na divulgação das informações em que os contadores reconhecem o menor valor possível para os ativos e receitas e o maior valor possível para despesas e passivos se relacionam com uma informação de maior ou menor precisão para o usuário (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Basu (1997) partindo de sua interpretação do conservadorismo como sendo uma maneira de capturar a tendência dos contadores de exigirem um maior grau de verificação para o reconhecimento de boas notícias do que más notícias nas demonstrações

financeiras realizou estudo com base nos retornos das ações verificando que os resultados refletem as más notícias mais rapidamente do que as boas notícias. Para Coelho & Lima (2007) a verificação da existência da prática de conservadorismo tem como marco o estudo de Basu (1997), já que este por meio de um modelo econométrico demonstrou ser possível captar a antecipação conservadora de despesas por meio da relação entre as más notícias percebidas pelo mercado acionário e aquelas divulgadas pela contabilidade.

Outras pesquisas realizadas no Brasil atrelam adoção das IFRS à qualidade da informação contábil, como a de Santos e Calixto (2010), em que os autores analisaram a adoção das IFRS sob as perspectivas de adoção parcial, em 2007, e adoção obrigatória, em 2010. Como principal resultado, foi possível verificar que o período de adoção obrigatória foi o de maior aderência à norma internacional, fato que pode ser explicado, em parte, pela interferência da crise em 2008, a qual impactou na adoção parcial.

Lima (2010) analisou a relevância das informações contábeis durante o período de adoção. Como resultados encontrou que logo após a convergência as empresas que já possuíam incentivos para divulgação de conteúdo informacional mais completo, como empresas emissoras de ADR (*American Depositary Receipt*) e as que aderiram a algum dos Níveis Diferenciados de Governança da BM&FBOVESPA, não demonstraram informações divulgadas com padrões mais avançados de transparência e conteúdo. Em anos posteriores ao período de adoção, as evidências foram as de que houve melhora da qualidade da informação contábil, o que indica possível aumento da relevância da informação.

Dessa forma, em seu trabalho Lima (2010) verificou que tais empresas não demonstraram em uma perspectiva de curto prazo alterações quanto à qualidade da informação divulgada. Porém, sob uma perspectiva de longo prazo o autor apontou indícios de que a adoção parcial das IFRS melhorou a relevância das informações prestadas.

2.3 Impactos do IFRS no Custo de Capital

Nos estudos sobre redução do custo de capital, a composição da estrutura de capital de uma empresa é feita de forma a minimizar os custos e agregar riqueza aos

acionistas e investidores. Quanto mais desenvolvido for o mercado de capitais, maior será a propensão de crescimento de um país.

O estudo de King e Levine (1993), um dos principais já realizados no plano internacional, constatou que diversas medidas de desenvolvimento financeiro estavam fortemente associadas ao crescimento econômico de um total de 80 países nas décadas de 60, 70 e 80. Os autores utilizaram como variáveis dependentes o crescimento do PIB *per capita*, o crescimento da produtividade e a acumulação de capital per capita, e como variáveis independentes medidas de desenvolvimento da intermediação financeira, além de variáveis de controle, como taxa de inflação e política econômica. Encontraram evidências sugestivas de que o desenvolvimento da intermediação financeira está fortemente atrelado a diferentes medidas de crescimento econômico.

A expectativa de benefícios advindos da adoção obrigatória das IFRS deve-se à premissa de que a padronização aumenta a transparência e melhora a qualidade dos relatórios financeiros. Com isso, a padronização das normas internacionais de contabilidade pode facilitar a comparação do desempenho financeiro das empresas em diferentes países, o que aumentaria a eficácia da competição por recursos externos e tornaria os mercados de capitais internacionais mais eficientes, reduzindo o custo de capital empresarial (JEANJEAN; STOLOWY, 2008). Mercados de capitais mais desenvolvidos e custos menores podem contribuir, então, para o crescimento do país.

Embora não haja um consenso entre os pesquisadores sobre os efeitos da adoção das IFRS, elas são consideradas em parte como padrões contábeis de qualidade mais aprimorada, uma vez que a adoção dessas normas pode melhorar a qualidade das informações financeiras publicadas pelas empresas (BOWRIN, 2008; GJERDE *et al*, 2008). Uma possível melhora da qualidade informacional pode impactar em uma provável redução do custo de capital empresarial, sendo que há estudos na literatura nacional e internacional que realizaram esta associação.

A relação entre adoção das normas internacionais de contabilidade e o custo de capital é tema de muitas pesquisas e diversos autores abordam que uma das vantagens decorrentes da padronização é a redução do custo de capital empresarial. A padronização relaciona-se a uma melhora da qualidade informacional, o que por sua vez pode contribuir para a redução do custo de capital.

No contexto nacional, Lima (2009) encontrou como evidência geral que um maior nível de *disclosure* das empresas estudadas acarretou em redução do custo de capital de terceiros. Já no contexto internacional, Sengupta (1998) forneceu evidências de que

firmas com *disclosure* de alta qualidade se beneficiam de baixo custo de capital de terceiros. Em posterior pesquisa, Mazumdar e Sengupta (2005) concluíram que um maior índice de *disclosure* acarreta em redução do custo de capital de terceiros em comparação às empresas que angariaram empréstimos em instituições financeiras na primeira metade da década de 90.

Em suma, é possível constatar, por meio destes estudos, que o maior e melhor conteúdo informacional disponibilizado contribuiu para que o custo de financiamento diminuísse, já que investidores e credores teriam como respaldar suas decisões de investimento e de financiamento, bem como proteger os recursos emprestados.

Daske (2006) estudou a relação entre adoção de padrões internacionais IFRS ou US GAAP e a redução do custo de capital de uma amostra de 735 companhias estabelecidas na Alemanha, obtendo como resultados que há redução do custo de capital para as empresas que aderiram aos padrões internacionais.

Já Daske *et al* (2008) verificaram uma associação direta entre adesão obrigatória das IFRS e redução do custo de capital. Os autores analisaram as consequências econômicas da adesão obrigatória das IFRS sobre a liquidez de mercado e sobre o custo de capital de companhias pertencentes a 26 países. Como resultados, os autores verificaram que em média a liquidez no mercado aumentou no decorrer do tempo, enquanto o custo de capital decaiu e o patrimônio líquido das companhias aumentou. Porém, os autores verificaram que tais efeitos no mercado financeiro são mais pronunciados em empresas cuja adoção das IFRS se procedeu de maneira voluntária.

Em estudo realizado em 16 países europeus, Dargenidou, McLeay e Raonic (2006) relacionaram custo de capital com expectativas de lucros. Os autores encontraram como resultados evidências de que o mercado financeiro interligado poderá contribuir para a redução de consequências econômicas, sendo que a adesão aos padrões internacionais de contabilidade aumentará o nível de evidenciação das companhias. Assim, espera-se também que a qualidade do que é evidenciado pelas empresas aumente.

O estudo conduzido por Ernstberger e Vogler (2008) sobre a adoção voluntária do IAS, IFRS e US GAAP por companhias alemãs identificou que no período de 1998 a 2004 o custo de capital, estimado com base no modelo CAPM, foi baixo. Os autores delimitaram a análise ao período anterior ao de adoção obrigatória estipulado para a União Europeia, adoção esta que deveria ser cumprida a partir de 2005. Analisaram se a adoção voluntária de padrões IAS, IFRS e US GAAP entre os anos de 1998 e 2005 teve impacto

no custo de capital, obtendo como resultado que o custo de capital estimado com base no modelo CAPM foi relativamente baixo quando da adoção voluntária.

Outro estudo feito em companhias alemãs por Tarca, Moy e Morris (2005) obteve resultados que suportam a hipótese de que as companhias com capital de terceiros em sua estrutura tendem a utilizar os padrões IAS ou US GAAP, ou seja, padrões internacionais. Houve no contexto europeu, de modo geral, reação positiva do mercado financeiro frente à adoção dos padrões internacionais de contabilidade.

De modo geral, os resultados para os casos europeus indicam que houve redução do custo de capital após a adoção das IFRS e, particularmente, o fato foi constatado para empresas estabelecidas na Alemanha.

Silva (2013), ao tomar como ponto de partida o trabalho de Barth, Landsman e Lang (2008) sobre maior relevância da informação contábil após adoção das IFRS, estudou o aumento na qualidade da informação contábil após a obrigatoriedade da adoção. O autor investigou a qualidade das demonstrações contábeis a partir de quatro dimensões da qualidade bastante difundidas pela literatura, como o gerenciamento de resultados, o conservadorismo condicional, a relevância e a tempestividade. Ao utilizar modelos para a análise do custo de capital próprio baseados em Francis *et al* (2005) e Li (2010), encontrou evidências que sugerem uma redução no custo de capital por volta de 7 pontos-base das empresas que aderiram obrigatoriamente às IFRS a partir de 2010. Tais empresas foram definidas a partir da carteira teórica do IBrX-100, além de 30 empresas que adotaram as IFRS voluntariamente, o que caracterizou a amostra como não probabilística.

Foram expostos até o momento estudos que relacionam a adoção do padrão IFRS à qualidade da informação contábil e ao custo de capital empresarial, os quais correspondem às principais linhas teóricas que fundamentam a pesquisa. Dessa forma, o Quadro 2, a seguir, apresenta os estudos centrais abordados nessa revisão bibliográfica, contendo os autores, o ano de realização do trabalho, os objetivos e os resultados obtidos:

Quadro 2 - Revisão da Literatura: IFRS, Qualidade da Informação e Custo de Capital

Autores	Ano	Objetivo da Pesquisa	Resultados da Pesquisa
Sengupta	1998	Qualidade da Informação e Custo de Capital	Empresas cuja qualidade das informações divulgadas era alta, o custo de capital de terceiros era baixo
Barth, Beaver and Landsman	2001	<i>Value Relevance</i> e Mercado de Capitais	<i>Value relevance</i> da informação impacta na tomada de decisão, influenciando no mercado de capitais pela divulgação de informação de melhor qualidade
Mazumdar e Sengupta	2005	Qualidade da Informação e Custo de Capital	Maior índice de <i>disclosure</i> acarreta em redução do custo de capital de terceiros se comparado ao custo de empréstimos em instituições financeiras
Tarca, Moy and Morris	2005	Normas Internacionais de Contabilidade e Fontes de Financiamento	Resultados que suportam a hipótese de que companhias com capital de terceiros em sua estrutura tendem a utilizar os padrões IAS ou US GAAP
Daske	2006	IFRS e Custo de Capital	Empresas que aderiram aos padrões internacionais de contabilidade se beneficiaram com a redução do custo de capital
Daske, Hail, Leuz and Verdi	2008	Adesão Obrigatória das IFRS e Custo de Capital	Maior liquidez no mercado, menor custo de capital e aumento do patrimônio líquido - efeitos mais pronunciados quando a adoção das IFRS se procedeu de maneira voluntária
Ernstberger and Vogler	2008	Adoção Voluntária do IAS, IFRS e US GAAP	Verificaram que o custo de capital estimado com base no modelo CAPM foi baixo quando da adoção voluntária
Iudícibus e Lopes	2008	IFRS, Qualidade da Informação e Mercado de Capitais	Melhora na qualidade da informação contábil e redução da assimetria informacional no mercado de capitais
Jeanjean and Stolowy	2008	IFRS, Qualidade da Informação e Valor Econômico Agregado	Possível eficiência dos mercados de capitais pela redução do custo de capital e consequente aumento de valor econômico agregado
Florou and Kosi	2009	Adoção obrigatória do IFRS e Qualidade da Informação	Adoção obrigatória do IFRS pode levar à emissão de dívidas com menor spread das taxas de <i>bonds</i> e de dívidas privadas
Lima	2009	Disclosure e Custo de Capital	Maior nível de <i>disclosure</i> acarretou em redução do custo de capital de terceiros
Iudícibus	2010	IFRS e Qualidade da Informação	Melhora na qualidade da informação contábil, aumento da transparência, maior acesso à captação de recursos internacionais e retorno financeiro superior aos custos de convergência
Lima	2010	IFRS e Qualidade da Informação	Indícios de que a longo prazo a adoção parcial das IFRS melhorou a relevância das informações divulgadas
Santos e Calixto	2010	IFRS e Qualidade da Informação	Período de adoção obrigatória das IFRS foi de maior aderência à norma internacional em relação ao período de adoção parcial, o que pode ser explicado pela crise financeira mundial de 2008
Silva	2013	IFRS, Relevância da Informação Contábil e Custo de Capital Próprio	Evidências que sugerem uma redução no custo de capital das empresas que aderiram obrigatoriamente às IFRS a partir de 2010.

Fonte: Elaborado pelo autor

2.4 Debêntures

Nesta seção serão abordadas as debêntures, que são títulos essencialmente de longo prazo (títulos de dívida) negociados no mercado de capitais brasileiro. Serão tratados aspectos como conceituação, características pertinentes às emissões de debêntures, além da sua relevância para o mercado de capitais e para o consequente crescimento econômico.

Atualmente, as debêntures são os títulos com maior representatividade no total de recursos captados no mercado de capitais brasileiro, e no tratamento da relação entre os credores (investidores em debêntures) e as companhias (empresas emissoras de debêntures), a informação contábil possui papel relevante. Assim, a adoção das IFRS ao estar associada à qualidade da informação contábil, pode contribuir na diminuição da assimetria informacional entre credores e empresas, o que possibilitaria reduzir o custo de capital para essas empresas, no caso o custo de se captar recursos via emissão de debêntures.

2.4.1 Conceitos e Características

Uma debênture corresponde a um instrumento de dívida de longo prazo pelo qual o emissor - tomador de recursos - se compromete a pagar ao credor - debenturista ou investidor - a quantidade emprestada mais juros de acordo com o período de tempo especificado. Serão expostos outros conceitos de debêntures, cada qual com informações que servirão para complementar os outros conceitos.

“Debêntures são instrumentos financeiros de renda fixa emitidos por empresas para captação de recursos por prazos tipicamente mais longos que os de empréstimos bancários. Dentre suas vantagens destaca-se a flexibilidade para estabelecimento de prazos, garantias e condições de pagamento, o que permite adequação dos desembolsos à capacidade de geração de caixa da companhia.” (FRALETTI; EID JUNIOR, 2005).

“As debêntures são papéis de médio e longo prazos. Podem ser conversíveis, não-conversíveis em ações da companhia emissora ou permutáveis por outros ativos ou por ações de emissão de terceiros que não a emissora. Os prazos e condições de amortização e pagamento dos títulos também são bastante flexíveis, podendo ser atualizados por índice de preços e variação cambial e remunerados por taxa de juros pré ou pós-fixada (TR, CDI,

TJLP, SELIC etc.). Além disso, podem diferenciar-se em função das garantias atreladas a estrutura da operação ou da ausência delas.” (ANDIMA e ABRASCA).

Ainda, debêntures são caracterizadas como títulos emitidos no mercado de capitais - que são as bolsas de valores, mercado de balcão, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas - pelas companhias a fim de obterem financiamento. A emissão funciona como uma troca de recursos, em que o agente emitente proporciona a outrem a posse do título quando do seu pagamento, ou seja, é como se a empresa obtivesse um empréstimo a médio e/ou longo prazos em troca dos títulos.

Organizações cuja estrutura jurídica admite a negociação de títulos no mercado de capitais podem, em momento de precisão ou para fins de investimentos, financiar suas atividades e projetos empresariais por meio da negociação de títulos, como as debêntures. Como já mencionado, o credor proporciona o capital necessário ou desejado pelo emissor na data presente à negociação, ao passo em que a este emissor cabe devolver o valor do principal ao final do contrato. Além disso, durante cada ano de vigência da contratação, juros devem ser pagos pelo emissor ao debenturista.

Na negociação o debenturista tem o conhecimento das características das debêntures por meio de um prospecto de emissão, ou seja, uma escritura da emissão. A escritura de emissão de debêntures “é o documento que descreve as condições e características da emissão, tais como direitos conferidos pelos títulos, deveres da emissora, montante da emissão e quantidade de títulos, datas de emissão e vencimento, condições de amortização, remuneração, repactuação etc.” (ANDIMA E ABRASCA).

Nessa escritura é possível encontrar informações como: **i)** forma e tipo: debêntures nominativas, endossáveis e conversíveis ou não em ações; **ii)** garantia: tipo de garantia oferecida ou não, podendo ser próprias ou de terceiros; **iii)** remuneração: está atrelada a fatores como *rating* da emissão e mais comumente como ocorre no Brasil a um indexador mais um spread nominal e refere-se ao pagamento pelo empréstimo do dinheiro, ou seja, os juros; **iv)** cupom: especificação dos juros a serem pagos; **v)** prêmio: pagamento de uma taxa de juros extra, o que torna as debêntures competitivas com as taxas de mercado; **vi)** *rating*: classificação de risco do título por agências especializadas visando e **vii)** cláusulas especiais, protetoras e de resgate antecipado: cláusulas contratuais que visam à proteção do debenturista e adequação às suas necessidades.

Assim, na ocasião da emissão, são discutidos aspectos sob os quais serão emitidas as debêntures e em seguida se dá a aprovação. Os aspectos se referem ao “... montante do empréstimo, prazo, juros, épocas de amortização e de resgate, garantias, espécie de

debêntures, conversibilidade ou não, prêmios, repactuação e tudo o mais que for necessário para caracterizar os títulos que serão emitidos.” (SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES).

Muitas são as especificações contidas nos prospectos de emissão, as quais oferecem vantagens compatíveis com as necessidades do emissor e do que irá possuir o título. “Ao definir as características de determinada emissão as empresas podem ainda incluir cláusulas como as de participação nos lucros, conversibilidade e repactuação. Tais facilidades tornaram a debênture o instrumento mais utilizado no mercado de capitais brasileiro para captação de recursos de médio e longo prazos, tendo sido utilizada por centenas de empresas de diferentes setores da economia, seja para financiamento de novos projetos, securitização de ativos, reestruturação de passivos financeiros ou obtenção de capital de giro, dentre outros objetivos.” (FRALETTI; EID JUNIOR, 2005).

O prospecto de emissão é um documento que “consolida todas as informações relevantes sobre a emissora, permitindo aos potenciais investidores uma correta avaliação da situação da companhia e das condições gerais da emissão”. (ANDIMA e ABRASCA). Esse documento propõe maiores informações sobre a empresa possibilitando ao investidor a escolha da melhor opção para ele, além de a companhia poder angariar maiores financiamentos.

A emissão de debêntures está subordinada à outorga de uma Escritura de Emissão, lavrada por instrumento público ou particular, assinada pelos representantes legais da sociedade e com a participação do Agente Fiduciário dos debenturistas, em se tratando de emissão para colocação pública. (SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES).

Há, entretanto, um risco, o nomeado *default* (não pagamento das dívidas), embutido nesse tipo de transação, pois quem compra as debêntures está emprestando recursos à empresa ciente da probabilidade de que ela não venha honrar os seus compromissos financeiros. Porém, nas grandes empresas de capital aberto os riscos não são tão altos, pelo fato de haver maior fiscalização dos organismos normativos. Diante disso, algumas companhias oferecem atrativos como garantias na emissão das debêntures. As garantias que podem ser oferecidas em um prospecto de emissão são:

- **Real** – Referem-se às garantias por bens integrantes do ativo da emissora ou de terceiros, que ficam indisponíveis para negociação por força de hipoteca, penhor por exemplo;

- **Flutuante** – Debêntures que atribuem privilégios sobre o ativo da emissora não impedindo, entretanto, a negociação dos bens integrantes desse ativo;
- **Quirografária** - Não há garantia, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários no caso de liquidação;
- **Subordinada** – Possibilitam privilégios aos debenturistas, em caso de liquidação, somente em relação aos acionistas da emissora no ativo remanescente.

Os capacitados a emitirem as debêntures para atração de recursos são as Sociedades de Ações (S.A.), de capital aberto ou fechado, entretanto, somente as companhias de capital aberto, com registro na CVM podem efetuar emissões públicas de debêntures. A distribuição pública “é aquela direcionada ao público investidor em geral, feita por companhia aberta, sob registro CVM, através da intermediação de uma instituição financeira.” (ANDIMA e ABRASCA). Conforme resolução do art. 1º da Instrução CVM nº 202, “A negociação de valores mobiliários, emitidos por sociedades por ações, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão, depende de prévio registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, de acordo com as normas previstas na presente Instrução.” Ainda fica afirmado no art. 21º que “A companhia registrada nos termos desta Instrução deverá declarar sua condição de companhia aberta nas publicações ordenadas pela Lei de Sociedades por Ações e por outras normas legais que disponham sobre o mercado de valores mobiliários.”.

Em ambos os meios de emissão de debêntures, o debenturista, que é o adquirente desses títulos mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos, tem grande parte de seu direito de crédito assegurado contra a companhia emissora, mas deve-se sempre considerar o risco intrínseco à transação. Uma medida para maior transparência nas negociações e, assim, assegurar os direitos do debenturista foi a Resolução CMN (Conselho Monetário Nacional) nº 2.922, de 17 de janeiro de 2002, a qual estabeleceu que as emissões de debêntures precisam ter avaliações de risco de duas agências de classificação de risco ou *rating* distintas.

Para emitir a debêntures, deve a empresa, Sociedade Anônima de Capital Aberto, contratar os serviços de uma instituição financeira (bancos ou corretoras de valores) para ser intermediária na venda e resgate dos títulos, bem como na definição de prazos e taxas. Já para comprá-las, o interessado precisa procurar um banco ou corretora e verificar se eles possuem esse tipo de investimento. As negociações são, portanto, realizadas na bolsa de valores ou no mercado de balcão, com o auxílio dos intermediários anteriormente

citados. O preço é público e todos podem comprar pelo mesmo valor definido pela oferta e procura.

Fraletti e Júnior (2005) ressaltam quanto ao volume financeiro emitido, que emissões mais vultosas podem demandar um conteúdo informacional mais amplo pelo emissor, já que o risco envolvido na operação é maior. Um exemplo de tal necessidade é a verificação pelos autores da diferença no *spread* de crédito de pares de títulos quase idênticos emitidos simultaneamente pela mesma empresa. “A parcela do rendimento não explicada pelos modelos pode ser atribuída, ao menos em parte, à falta de sofisticação dos participantes e ao baixo grau de transparência e concorrência na distribuição desses papéis”. (FRALETTI; JÚNIOR, 2005).

Assim, a adoção das IFRS pelas companhias abertas brasileiras ao primar pela maior qualidade da informação contábil pode influenciar no volume financeiro, dado que a proteção aos investidores em debêntures é ampliada pelas informações com maior conteúdo e qualidade disponibilizados.

Na próxima seção será apresentado o mercado de debêntures, ressaltadas algumas de suas características, apontada a expressividade no mercado de capitais brasileiro e feitas associações às informações contábeis e ao IFRS.

2.4.2 O Mercado de Debêntures

O financiamento produtivo de um país conta, em grande parte, com a oferta de crédito, a qual possui papel relevante no crescimento econômico de um país. Silva e Leal (2008) ao investigarem o mercado de crédito privado brasileiro, realizaram comparação deste mercado com a dívida privada total e verificaram que os títulos privados de renda fixa possuem grande representatividade. Os títulos privados de renda fixa, segundo os autores, correspondem a 26% da dívida privada total, encontrando-se nos mesmos níveis de países desenvolvidos.

No Brasil esse crescimento foi limitado pela dificuldade de captação de recursos a médio e longo prazos, o que para Andrezo e Lima (2007) foi um fator impulsionador do financiamento de curto prazo pelas empresas. Somente após meados da década de 60 foram instituídas reformas como a Lei nº 4.728/65 (Mercado de Capitais), a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a reestruturação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), cujo objetivo foi o fortalecimento do mercado de capitais. Dessa

forma, o financiamento empresarial poderia advir de outras fontes com prazos mais flexíveis e com menores custos, não dependendo somente de empréstimos bancários, fato este que estimulou a captação de recursos por meio da emissão de ações e de títulos de dívidas, como as debêntures.

As debêntures são títulos emitidos no mercado de capitais - bolsas de valores, mercado de balcão, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas - pelas companhias a fim de obterem financiamento. Ainda, Fraletti Júnior (2005) caracterizam as debêntures como instrumentos financeiros de renda fixa, geralmente com vencimento de longo prazo e emitidos por empresas para captação de recursos. Como vantagens interessantes há a flexibilidade para estabelecimento de prazos, garantias e condições de pagamento, o que permite adequação dos desembolsos à capacidade de geração de caixa da companhia.

Ainda, as debêntures são valores mobiliários de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores direito de crédito contra a companhia emissora. A captação de recursos no mercado de capitais via emissão pública de debêntures pode ser realizada somente por companhias de capital aberto e com registro na CVM - Comissão de Valores Mobiliários. (ANDIMA, 2008).

No Brasil, Paiva (2011) afirma que as três principais formas de obtenção de crédito de longo prazo são o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), o mercado internacional e o mercado de capitais doméstico. O BNDES possui forte influência no financiamento empresarial de longo prazo, enquanto o mercado internacional é acessível somente às grandes empresas. No mercado de capitais doméstico o principal instrumento de captação de recurso de longo prazo são as debêntures, embora seja uma fonte de recursos em competição com o BNDES.

Mesmo com o fato de haver a presença marcante do BNDES no financiamento empresarial, as debêntures apresentaram crescimento marcante na estrutura de capital das companhias abertas ao longo da última década. Conforme dados da Anbima, em 2012 o montante de recursos captados pela emissão de debêntures foi de 62,5% do total captado por outros meios, enquanto em 2011 esse mesmo montante correspondeu a 42,5% do total captado.

De acordo com o Sistema Nacional de Debêntures (SND), as debêntures juntamente com as ações correspondem aos títulos de maior volume negociado no mercado de capitais. A seguir tem-se o Gráfico 1 demonstrando o volume de colocações primárias e secundárias destes e de outros principais títulos no período de 2007 a 2014:

Gráfico 1 - Colocações Primárias e Secundárias em R\$ Milhões

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do SND (2015)

Pelo gráfico observa-se as emissões de debêntures e de ações decaíram nos anos de 2008 e 2009 em função da crise econômica mundial iniciada nos Estados Unidos e alastrada para as demais economias. O desequilíbrio na maior economia do mundo teve como causas vultosos gastos com a participação dos Estados Unidos em guerras no Iraque e Afeganistão, realização de mais importações do que exportações e oferecimento de crédito em maior quantidade - advindo de recursos injetados por países como China e Inglaterra - inclusive para clientes com potencial risco de *default*.

A maior oferta aliada a baixas taxas de juros ocasionou aumento, principalmente, da compra de imóveis, os quais começaram a se valorizar, valorização esta pelo aumento da procura. O primeiro resultado dessa situação foi a bolha imobiliária que se originou, pois o preço dos imóveis subiu e a taxa de juros passou a aumentar também, o que diminuiu a procura por estes imóveis e derrubou o preço dos mesmos. O resultado final foram os altos índices de inadimplência, que em última instância culminaram na crise, já que os consumidores passaram a deixar de pagar exorbitantes hipotecas de imóveis que perdiam o seu valor constantemente.

A partir de 2010 as emissões de debêntures e ações voltaram a aumentar, e de 2011 até 2014 é possível verificar que o volume financeiro de debêntures emitidas ultrapassou o de ações. Entretanto, em 2013 o volume de debêntures decaiu em relação a

2012 em aproximadamente 25% de acordo com dados da CVM e da Anbima. Já em 2014 o volume financeiro de debêntures voltou a subir, enquanto o de ações decaiu.

A volta de uma perspectiva favorável pode ser explicada pelo setor de infraestrutura, pois por meio da Lei nº 12.431/11 houve o incentivo para a emissão de debêntures atreladas a projetos deste setor. Assim, muitos projetos foram aprovados, como concessão de rodovias, aeroportos, ferrovias e portos, projetos estes que poderão aquecer o mercado de capitais. Esta lei faz parte do interesse do Governo brasileiro, por intermédio do Ministério da Fazenda, em desenvolver a negociação de debêntures. A importância desse fato reside em um desenvolvimento do mercado secundário de debêntures ao atrair mais investidores e permitir o investimento em setores importantes da economia, como o setor de infraestrutura.

Pela Lei nº 12.431/11, há a já instituída remuneração do investidor a uma taxa pré-estabelecida e a devolução do valor nominal do título ao final do período do contrato. A novidade está na concessão do benefício fiscal pela redução tributária devido às debêntures terem sido emitidas com a finalidade de investimentos em infraestrutura. O governo também tem promovido a melhora das condições do crédito ao consumidor e tais ações acabam por oferecer uma maior resistência aos impactos vindos de fora. Não só o governo como também o Banco Central apoia as emissões de debêntures. Até o término do ano de 2014, a manutenção da taxa Selic em um patamar não elevado fez com que a captação via debêntures se tornasse atrativa tanto para a empresa, cujo custo foi reduzido em termos percentuais, quanto para o investidor já que ele é remunerado em cada ano com taxa superior ao CDI.

A emissão da debênture funciona como uma troca de recursos, em que o agente emitente proporciona a outrem a posse do título quando do seu pagamento, ou seja, é como se a empresa obtivesse um empréstimo a médio ou longo prazo em troca dos títulos. O investidor em debêntures atua como um credor da empresa ciente da probabilidade de que ela não venha a honrar os seus compromissos financeiros, o chamado *default*. Diante disso, algumas companhias oferecem atrativos como garantias na emissão das debêntures. Portanto, é um financiamento que beneficia os dois lados da transação; o investidor que tem assegurado (na maioria dos casos) o seu investimento, enquanto a empresa tem à disposição recursos captados a taxas mais vantajosas para financiar as suas atividades e, com isso, possivelmente agregar valor ao seu patrimônio.

Os destinos de recursos das emissões variam e incluem a compra de ativos, mesmo novos ativos fixos ou negócios inteiros, pagamento de obrigações, levantamento de

capital permanente ou temporário e cobertura de necessidades não planejadas. Dessa forma, as debêntures mostram sua flexibilidade quando comparadas com outras modalidades de financiamento no Brasil, como linhas de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) que visam, principalmente, ao financiamento de novos ativos fixos (expansão e modernização, mas não aquisições).

Como linhas de financiamento alternativas bastante comuns no Brasil há BNDES, o qual possui vantagens em termos de custo e prazo, mas a dificuldade e demora para aprovação, as restrições à utilização dos recursos e a imposição de monitoramento intensivo representam barreiras insuperáveis para muitos potenciais tomadores. (FRALETTI; JÚNIOR, 2005). Observa-se que os fundos levantados pelas emissões também são destinados a outros pagamentos de passivos existentes. (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007).

Desse modo, a negociação no mercado de debêntures funciona com o debenturista sendo um credor que financia alguma necessidade da empresa, e, com isso, auferir rendimentos. Ou seja, o mercado deste título em especial pode ser atrativo para ambos os participantes, já que a organização obtém empréstimos e financiamentos e o investidor que possui capital disponível e deseja investir é remunerado.

Além disso, pelo fato de o investidor situar-se numa posição de credor, este possui proteção legal às vezes maior do que se fosse um mero investidor, proteção esta de acordo com o prospecto de emissão da debênture. Assim a tendência é a de que o custo de capital de terceiros seja menor do que o custo advindo de outras fontes, devido ao fato de que os credores têm menor risco de perdas em relação aos proprietários das companhias. Em casos de falência, os credores possuem prioridade sobre os lucros ou ativos existentes, o que diminui esse risco de perdas.

Pode-se relatar que a proteção legal aos credores é muitas vezes mais efetiva que a proteção aos acionistas, uma vez que a constatação da impossibilidade de pagamento da dívida é mais facilmente verificável pelos órgãos normativos. O nível de proteção legal aos credores inclui a possibilidade de tomar ativos como garantia aos empréstimos, o direito de pedir a liquidação da empresa quando esta não honrar suas dívidas, o direito de voto em decisões de reorganização da companhia e o direito de trocar gestores na reorganização da empresa. (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A informação contábil tem, então, papel relevante na negociação entre credores e empresas. A adoção das IFRS pode ter algum efeito positivo na redução do custo de capital pelo aumento do nível de *disclosure*. O estudo de Florou e Kosi (2009), por

exemplo, apontou que empresas do Reino Unido, cuja adoção das IFRS ocorreu de forma obrigatória, têm maior propensão a emitirem dívidas e obterem menor *spread* das taxas das debêntures, já que há a premissa de que o IFRS eleva a qualidade e a comparabilidade das demonstrações financeiras. Porém, os resultados são corroborados apenas para países com maior nível de *enforcement*, maior controle da corrupção e menor risco financeiro, ou seja, países com características similares às do Reino Unido.

Conforme descrito na seção “**2.2 IFRS e Qualidade da Informação Contábil**”, há várias características que influenciam na qualidade da informação. Anteriormente à implantação da IFRS pelos países, Choi *et al* (1999) já haviam tratado esta questão ao elencar a influência de diversos fatores institucionais na informação contábil, como sistema de financiamento das atividades, concentração de controle acionário, inflação, sistemas jurídico e fiscal. Além disso, para os autores dos países em que o mercado de capitais é a principal fonte de financiamento, as informações contábeis são realizadas para os investidores, enquanto em países onde o mercado de crédito configura-se como a principal fonte de captação, as informações voltam-se à proteção dos credores.

No Brasil, embora o mercado de capitais não seja bem desenvolvido, houve a incorporação de práticas advindas de países com mercados de capitais mais desenvolvidos, cuja informação é focada ao investidor e não ao credor. Portanto, no caso do mercado de capitais brasileiro mesclam-se os objetivos ao serem realizadas informações para atender investidores e credores.

No mercado de capitais brasileiro, as debêntures possuem um alto volume de recursos financeiros negociados, sendo que desde 2011 este volume é continuamente superior ao negociado em ações (embora também em outros períodos tenha sido superior). Dessa forma, a informação contábil é útil tanto para investidores quanto para os debenturistas e a qualidade dela poderá impactar no volume financeiro negociado.

No caso das debêntures, um meio de se atribuir conteúdo informacional a estes papéis se dá por meio das agências de *rating*, as quais ao avaliarem as emissões de debêntures utilizam-se de diversas informações sobre a empresa com o intuito de conferirem o grau de risco dos títulos a serem negociados. Assim, na próxima seção do referencial teórico será tratado o papel do *rating* nas emissões de debêntures.

2.4.3 O *Rating* e as Emissões de Debêntures

O *rating* atribuído aos títulos de dívidas das empresas corresponde a uma classificação ou atribuição de nota de crédito realizada por uma agência classificadora. As agências classificadoras emitem uma opinião sobre a capacidade de pagamento – idoneidade – de um agente emissor frente às obrigações que tem para com terceiros.

O *rating*, portanto, refere-se à classificação de crédito divulgada por uma agência. Trata-se de uma opinião sobre a idoneidade creditícia de um emissor de obrigações contra terceiros, emitida a partir de metodologias desenvolvidas por cada agência (PAIVA, 2006). Assim, conforme Perera (2002), essas agências oferecem serviços de análise, a qual é feita mediante os princípios de independência, objetividade, credibilidade e *disclosure*, princípios estes que levam à melhor qualidade das informações divulgadas. Existem algumas agências classificadoras de *rating*, cada qual com a sua metodologia de atribuição de nota, entretanto, de modo geral, tais notas referem-se a uma mesma conceituação.

Agências classificadoras como a *Fitch Ratings*, a *Moody's Investors Service*, a *SR Rating* e a *Standard e Poor's* basicamente tratam o *rating* como uma medida de risco de inadimplência do emitente com relação a um título imobiliário, que é a probabilidade de ele não cumprir o pagamento do principal e dos juros do título dentro do prazo estipulado.

Quando da elaboração de um julgamento sobre a qualidade creditícia de um emissor ou emissão, as agências classificadoras levam em consideração aspectos quantitativos, qualitativos e legais. Os aspectos quantitativos e qualitativos referem-se à análise de relatórios financeiros da companhia evidenciando a capacidade de pagamento do emissor, enquanto os legais primam pela análise do comprometimento dos administradores em honrar o que foi firmado no contrato.

Com isso, quanto maior evidenciação e melhor conteúdo qualitativo das demonstrações financeiras das empresas, melhor amparadas estarão as agências de *rating* na divulgação dos pareceres sobre a qualidade de crédito das companhias. A adoção das IFRS associada ao aumento da qualidade da informação contábil pode auxiliar tais agências na emissão de pareceres que traduzam a real capacidade de pagamento das obrigações pelas empresas.

Deve-se, no entanto, atentar-se para o fato de que opinião que uma agência faz sobre uma determinada companhia é um julgamento baseado em análises e, por isso, é subjetivo e pode conter informações não totalmente de acordo com a realidade. A opinião

realizada por uma agência de *rating* reflete uma metodologia de trabalho que visa analisar um tomador de crédito e seu comportamento no futuro. Deve, portanto, o usuário da informação ser prudente e acompanhar a empresa para a qual concedeu o crédito para verificar se as expectativas futuras implícitas no *rating* estão de acordo com a situação financeira da companhia. (PAIVA, 2006).

Com relação à atração de capital externo, Valle (2000) retrata que uma das preocupações diante das diferentes formas de atribuição de notas das agências é verificar e quantificar a influência das variáveis financeiras das empresas nos seus *ratings* e se estas variáveis e os *ratings* influenciam as condições de captação das empresas. Alguns estudos constataram relação positiva entre *rating* e tais variáveis, como a relação positiva entre *rating* e lucratividade, tamanho e cobertura do fluxo de caixa e relação inversa entre *rating* e alavancagem financeira e instabilidade dos lucros.

Garbrecht e Soares (2012) retratam que o custo de capital de terceiros é determinado pelo nível corrente da taxa de juros, pelo risco de não pagamento e pela vantagem associada à dívida. Dessa forma, o *rating* pode impactar em menor ou maior custo de capital de terceiros e, conseqüentemente, no volume captado.

Os títulos de dívida de longo prazo, como as debêntures, quando emitidos pelas companhias de capital aberto, necessitam de julgamentos acerca de sua credibilidade e da empresa emissora para que o investidor possa avaliar o que lhe parecer mais vantajoso como opção de investimento. Com isso, as agências de *rating* opinam mediante análise da capacidade creditícia do emissor e os *ratings* divulgados não são recomendações de investimento, mas sim um meio para auxiliar o investidor na tomada de decisão por meio da relação preço *versus* risco da obrigação.

Portanto, o *rating* é uma opinião expressa pela agência classificadora que auxilia na análise da viabilidade de um investimento. Ou seja, ele condiz à capacidade financeira e a vontade do devedor em pagar suas obrigações financeiras. Pode-se dizer, então, que a opinião retrata o risco sob dois aspectos: o econômico, que diz respeito à capacidade de pagamento das obrigações acordadas, e o político, que se refere ao desejo ou disposição de pagamento.

Altman e Kao (1992) retratam que o *rating* é um dos principais indicadores da qualidade de crédito de um emissor e a larga utilização do *rating* como instrumento de análise da qualidade creditícia pode ser explicada pelos seguintes fatores: disseminação do seu uso pela facilidade de encontrar as informações e por serem públicas; a metodologia utilizada para a classificação é de conhecimento generalizado, o que facilita

no uso da informação; eles são atribuídos a uma extensa gama de entidades, produtos e regiões geográficas; as agências com seus procedimentos e políticas de atuação têm reduzido conflitos de interesse, o que lhes confere maior confiabilidade e; as metodologias consistentes buscam classificações visando o longo prazo.

Assim, o *rating* atribuído às emissões de debêntures reflete as informações advindas principalmente das demonstrações financeiras. Pressupondo que a convergência aos padrões internacionais de contabilidade pode propiciar aumento da qualidade da informação, este aumento pode acarretar em mensurações mais acuradas sobre o risco de crédito das empresas e influenciar no volume financeiro de debêntures emitidas.

O *rating* é uma das medidas de avaliação da qualidade de crédito e configura-se como informação suplementar ao mercado, de menor custo. Ele possibilita que os investidores poupem o desenvolvimento de análises de crédito próprias, porém, as avaliações destes investidores consideram outras fontes de informação. Assim, os investidores podem utilizar fontes complementares de informações, como o conteúdo informacional adicional disponibilizado pelas companhias participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Na próxima seção serão tratados aspectos relacionados à governança corporativa e a relação deles com a qualidade da informação contábil.

2.4.4 Governança Corporativa e Qualidade da Informação

A governança corporativa é tida como um conjunto de práticas capazes de alinhar os diversos interesses existentes entre os vários agentes que se relacionam com a empresa, com os objetivos de aumentar o valor para o acionista, facilitar acesso a recursos e contribuir para sua longevidade. (IBGC, 2009).

Alinhada a esta visão do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC - tem-se que o uso de mecanismos de governança corporativa pode facilitar o acesso ao capital externo. No Brasil, o financiamento de projetos empresariais, bem como o pagamento de dívidas, são itens imprescindíveis à continuidade das organizações, portanto, as sociedades de capital aberto que se utilizam dos preceitos e das práticas de governança corporativa podem ter o acesso ao capital de terceiros facilitado. Pressupõe-se que a boa governança corporativa contribui para o desenvolvimento econômico

sustentável, o que melhora o desempenho das empresas e proporciona maior acesso às fontes externas de capital.

Ainda, a governança corporativa pode ser conceituada como o conjunto de mecanismos e instrumentos utilizados pelas empresas e pelo sistema legal para diminuir o problema de conflitos entre as partes interessadas nos recursos de determinada empresa. Isso se dá, dentre outros modos, por meio da elaboração das demonstrações contábeis de forma a deixar transparecer a real posição patrimonial da organização para o investidor e satisfazer uma rede maior de usuários da informação contábil. De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, os princípios da boa governança são a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa. Os princípios descritos estão atrelados à qualidade da informação contábil, pois pode-se inferir principalmente pelos atributos como transparência e *accountability* que a clareza e o maior nível de evidenciação refletem na qualidade da informação divulgada.

Assim, as corporações que desejam melhorar a qualidade de seus informativos contábeis por meio da governança corporativa devem seguir suas regras, as quais são um sistema de gestão corporativa e representação dos interesses de acionistas controladores e minoritários. Típico de países em desenvolvimento é a governança corporativa que privilegia os proprietários da organização em detrimento dos acionistas minoritários, enquanto nos países desenvolvidos observa-se que os conflitos oriundos da governança ocorrem entre administradores e os inúmeros acionistas pulverizados.

Segundo La Porta (1998), países com fraca proteção legal aos investidores (tanto a lei quanto o *enforcement*) são prejudicados, tendo dificuldades no desenvolvimento do mercado de capitais, o qual contribui para o desenvolvimento econômico, além da dificuldade na captação de financiamento externo. Com isso percebe-se o quão importante é a proteção legal dos investidores para que as empresas angariem financiamentos com maior facilidade.

Em pesquisa sobre a adesão das empresas a melhores práticas de governança corporativa, Cicogna, Valle & Toneto Jr. (2007) verificaram que a ampliação da divulgação das informações e dos compromissos com os financiadores contribui para maior alavancagem de recursos e para o alongamento do prazo do passivo. Compararam o desempenho das empresas que aderiram a padrões diferenciados de governança da BM&FBOVESPA com as empresas que continuaram fazendo parte do mercado tradicional de negociação em relação às variáveis Dívida Bruta/Patrimônio Líquido,

Passivo Exigível/Passivo Circulante, Passivo Circulante/Patrimônio Líquido e Exigível a Longo prazo/Patrimônio Líquido e concluíram que aquelas que aderiram a níveis mais elevados de governança ampliaram o seu acesso a dívida junto ao sistema financeiro, demonstrando uma melhoria na captação de recursos, além de conseguirem taxas de juros menores e o alongamento do prazo dos financiamentos.

Salmasi (2007) afirma que a redução do custo de capital envolve a confiabilidade dos acionistas e credores. Com a adoção de práticas de governança corporativa, os acionistas e credores possuem um controle mais sistematizado de que os responsáveis pela gestão da empresa farão investimentos de VPL positivo, o que trará retorno para os mesmos e gerará valor para a empresa. Dessa forma, a taxa futura exigida pelos acionistas e credores é menor, pois há menos riscos envolvidos.

Bhojraj e Sengupta (2001) realizaram pesquisa nesta temática encontrando forte evidência de que as empresas que apresentam boas práticas de governança tendem a ter menor custo de capital. Depreende-se, portanto, desse estudo e dos citados acima que há a convicção e evidências empíricas de que a adoção de mecanismos de governança corporativa reduzem - ou podem reduzir - o custo de capital. Tal fato pode ser investigado sob a ótica de uma melhora do conteúdo informacional impactando no custo de captação de recursos de terceiros.

Lopes e Walker (2008) estudaram os incentivos que as companhias brasileiras têm para elaborar informação contábil de qualidade e adotar voluntariamente práticas superiores de governança corporativa, objetivando a obtenção de recursos para a realização de investimentos. Os autores avaliaram as propriedades da informação contábil - *value relevance, timeliness, conservatism e earnings management* - e encontraram como principal resultado que a governança corporativa influencia a qualidade dos números contábeis das empresas.

Lang *et al* (2003) verificaram que empresas emissoras de ADRs dotam de maior precisão quando da previsão dos analistas, o que leva a aumentos no valor de mercado dessas companhias e menor custo de capital ou melhor governança corporativa.

Os estudos até então apresentados sobre custo de capital possibilitam a associação de que quanto maior o nível de governança, maior a qualidade da informação contábil. Assim a adoção de práticas de governança corporativa pode reduzir os obstáculos impostos pelo sistema legal e pelo grau de desenvolvimento do mercado de capitais, possibilitando a oferta de recursos para o financiamento da atividade empresarial.

Outro aspecto da qualidade da informação contábil é o gerenciamento de resultados e Ramos e Martinez (2006) verificaram se o monitoramento inerente aos mecanismos de governança inibe o gerenciamento de resultados. Como resultados, verificaram que as empresas de capital aberto que aderiram ao sistema de governança da BM&FBOVESPA gerenciam menos resultado do que as que não aderiram. Ainda, com relação ao estudo dos *accruals* discricionários, verificou que as empresas aderentes do primeiro nível de governança possuem variância destes *accruals* superior aos da variância dos demais níveis, indicando que quanto maior o nível de exigência das regras de governança corporativa da BM&FBOVESPA, menor a tolerância para ações que visem ao gerenciamento de resultados.

Neste contexto, a Governança Corporativa se apresenta, então, como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência aos agentes envolvidos (acionistas, fornecedores, gestores, clientes, funcionários e outros) e seus relacionamentos com a empresa. As “boas práticas” se relacionam com a minimização da assimetria de informação entre a empresa e os acionistas, credores, fornecedores e funcionários. Com o aumento da transparência proposta pela governança, a empresa deverá reduzir os custos de capitais em decorrência da credibilidade junto a credores e aos acionistas que estarão dispostos a investir. (IBGC, 2005)

Mudanças na legislação, como a criação e aprovação nos Estados Unidos em 2002 da lei Sarbanes-Oxley (SOX) e a aprovação em 2001 da Nova Lei das S.A.s, se caracterizam como mudanças positivas no tocante à estrutura de divulgação das informações contábeis, a qual passou a ser mais detalhada. Ainda no Brasil, uma importante ação foi a realizada pela Bovespa (nessa época ainda nomeada como Bolsa de Valores de São Paulo) com a criação, em 2000, dos níveis diferenciados de governança corporativa.

Quanto à reforma da Lei das S.A.s, a mesma “teve por escopo introduzir na Lei das S.A. um conjunto de disposições que se traduzem em maior proteção aos acionistas minoritários, sob a inspiração das modernas concepções de governança corporativa, em especial no que se refere ao aumento de proteção de interesses patrimoniais desses acionistas, bem como incremento da transparência e do dever de prestação de contas da administração das companhias.” (BORGES; SERRÃO, 2005).

Várias são as correntes de pensamento acerca da Governança Corporativa, algumas já expostas anteriormente. No entanto, a definição proposta pela CVM é uma das que mais relaciona a governança à melhora do acesso ao crédito empresarial. Segundo

a CVM, em sua cartilha de recomendações sobre Governança Corporativa, tal sistema de gestão é considerado como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”. Resumidamente, tal definição privilegia os *stakeholders* para melhorar o acesso ao capital.

Ainda, as companhias pertencentes ao Nível 2 e ao Novo Mercado assumem obrigações complementares de divulgação de suas demonstrações financeiras em que um dos objetivos é a melhora da qualidade informacional. Assim, a governança corporativa ao primar pela relevância e *disclosure* da informação divulgada, pode interferir na qualidade do que é divulgado e, dessa forma, contribuir para a redução do custo de captação de recursos.

Após a exposição e discussão dos trabalhos, bem como dos aspectos que atrelam a adoção das IFRS ao mercado de debêntures e embasam a pesquisa, é apresentada, a seguir, a Figura 2:

Figura 1 - Estrutura do Trabalho

Fonte: Elaborado pelo autor

A Figura 1 demonstra a estrutura do trabalho e a proposta da pesquisa, que é verificar o impacto da adoção do IFRS no volume financeiro de debêntures emitidas pelas companhias abertas brasileiras. A relação esperada é a de que os possíveis benefícios advindos da adoção do padrão internacional influenciem na melhora da qualidade da informação contábil e permitam, assim, maior acesso à captação de recursos pela redução do custo de capital. As debêntures por fazerem parte da estrutura de capital dessas companhias podem, dessa forma, ter o seu volume financeiro associado positivamente à adoção das IFRS e, com isso, contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais.

A próxima seção apresenta a metodologia empregada no presente trabalho, a qual busca, por meio da utilização em conjunto de trabalhos nacionais e internacionais proporcionar suporte na análise dos dados e assim contribuir para a linha de pesquisa de qualidade da informação contábil relacionada ao mercado de debêntures brasileiro. Objetiva-se, ainda, contribuir para o mercado ao proporcionar informações e vantagens sobre a utilização de debêntures na estrutura de capital.

Serão abordados na metodologia, dessa forma, os dados coletados, a composição da amostra, as variáveis utilizadas, a metodologia de análise de dados em painel e, por fim, o modelo proposto.

3 Dados e Método da Pesquisa

Este capítulo é destinado à apresentação da classificação da pesquisa, da amostra de dados a ser utilizada, bem como da estratégia de pesquisa a ser empregada na abordagem e análise dos dados empíricos, estratégia esta voltada para o contexto de adoção completa das IFRS. Assim, em primeiro lugar são evidenciadas as fontes de onde foram coletados os dados e quais os critérios escolhidos para a formação da amostra da pesquisa.

Em seguida são apresentadas as variáveis determinadas para a investigação do problema de pesquisa, com base na literatura anterior sobre o assunto. Após a indicação das variáveis selecionadas, será abordada a técnica de pesquisa empregada para o tratamento dos dados e, por fim, o modelo elaborado para responder o problema de pesquisa levantado.

Primeiramente, faz-se necessário descrever a natureza desta pesquisa, a qual é enquadrada como quantitativa. Na pesquisa quantitativa há a definição das hipóteses e das variáveis empregadas no estudo e o uso de tais hipóteses e variáveis serve para medir os resultados quantificáveis obtidos. Ainda, Richardson *et al.* (1999) afirmam que na pesquisa quantitativa há o emprego de técnicas estatísticas na coleta de informações e no tratamento dos dados. Por estas considerações, neste tipo de pesquisa há o interesse em verificar se há associação entre a variável dependente e as variáveis de interesse por meio da hipótese formulada e da realização de testes pelo uso da estatística.

3.1 Base de Dados e Descrição da Amostra

A coleta dos dados foi realizada em *sites* de busca relacionados às emissões de debêntures, às empresas emissoras, às agências classificadoras de *rating* e a outros sites específicos para complementar a coleta. Assim, foram principalmente utilizadas como fontes de dados os *sites* do Sistema Nacional de Debêntures (SND), da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), das agências de *rating* e das empresas emissoras de debêntures. Ainda, foi utilizada a plataforma da *Econômica*® para a coleta, principalmente, de informações sobre o ativo das empresas e a base de dados *Thomson Financial*.

O período de observação dos dados deu-se de janeiro de 2007 a dezembro de 2013. Durante este período a proposta foi analisar três janelas temporais, as quais compreendem: **i)** o período anterior à adoção; **ii)** o período de adoção parcial e **iii)** o período de adoção obrigatória das IFRS no Brasil.

No *site* SND foram obtidas as seguintes variáveis: **i)** volume financeiro na data da emissão; **ii)** prazo das emissões e **iii)** garantia das emissões. O volume financeiro foi obtido pela multiplicação da quantidade de debêntures emitidas pelo valor nominal de cada debênture. Quanto ao prazo, o mesmo foi apurado pela duração da vigência da debênture, que compreende a data em que a debênture foi emitida e o seu vencimento. Por fim, a garantia das emissões já é disponibilizada diretamente no SND.

No *site* da BM&FBOVESPA foram coletadas as variáveis: **i)** nível de governança corporativa e **ii)** setor de atividade. O nível de governança corporativa se refere ao nível em que cada empresa emissora está inserida, sendo possível a adesão aos Níveis 1 e 2 de governança, assim como ao Novo Mercado; foram constatadas empresas que não estavam listadas em nenhum destes níveis, mas que participavam de outros segmentos, como Bovespa Mais e Balcão Tradicional. As empresas restantes estão divididas nas categorias das empresas que não participavam de quaisquer um destes níveis e segmentos mencionados e das que não estavam listadas na BM&FBOVESPA.

No *site* da CVM são disponibilizados os formulários de referência das empresas do mercado de capitais brasileiro, o que permitiu a coleta das variáveis: **i)** adoção voluntária das IFRS e **ii)** negociação de títulos em outros países. Quanto à adoção voluntária, a mesma indica se a empresa adotou voluntariamente as IFRS antes da obrigatoriedade imposta após janeiro de 2010, enquanto a variável sobre a negociação de títulos em outros países aponta se as empresas emitiam títulos mobiliários para negociação em mercados internacionais na data de adoção do padrão contábil internacional.

Na plataforma da *Economática*® foi possível coletar a variável sobre o tamanho da empresa - ativo. Quando não localizada a variável nesta plataforma, foram utilizados os *sites* das empresas para coletar o ativo total. O ativo coletado das empresas corresponde, então, ao ativo total consolidado - ou individual quando da falta do consolidado - vigente na data da emissão da debênture. O ativo corresponde, então, ao ativo total divulgado no trimestre imediatamente anterior à emissão da debênture.

Dos *sites* das agências classificadoras de risco foram extraídas as notas atribuídas às emissões de debêntures. Entretanto, como nem todas as agências divulgam estas

informações ou não divulgam os *ratings* associados à dívida por debêntures em todos os períodos compreendidos na análise, foi necessário o acesso aos *sites* das empresas emissoras, bem como o acesso aos *sites* que continham os prospectos de emissão para levantamento dos *ratings* destas emissões.

Por fim, da base de dados *Thomson Financial* foi obtido o risco país (Brasil), o qual mede a estabilidade financeira do país e representa um indicador do quão arriscado é investir em determinado país. No Brasil, o banco JP Morgan calcula o risco, sendo ele um índice denominado *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+BR)*.

3.2 Amostra

A amostra obtida pela coleta dos dados compreende todas as emissões captadas no *site* do Sistema Nacional de Debêntures (SND), datadas de janeiro de 2007 a dezembro de 2013. Foram utilizados como critérios para a coleta as emissões não conversíveis em ações (emissões simples) de todas as empresas não financeiras e a seleção de debêntures remuneradas pelos índices DI + SPREAD, DI e IPCA, por serem os índices mais representativos no total das emissões realizadas, conforme Figura 1.

A opção pela exclusão das empresas financeiras deve-se à particularidade de algumas características que inviabilizam a comparabilidade. Quanto à remuneração, a maior parte das emissões é remunerada pelo índice DI (Depósito Interfinanceiro) e pelo DI + SPREAD. No primeiro caso, a debênture é remunerada pelo DI, o qual é um índice resultante da apuração da média das taxas negociadas entre bancos para empréstimos de curtíssimo prazo. Já no segundo caso, a debênture é remunerada por uma taxa de juros composta por uma taxa de juros básica (DI) e mais um *spread*, que corresponde ao prêmio pelos diversos riscos específicos do título de dívida. O Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) é um índice utilizado pelo Governo Federal para controle das metas de inflação e embora não seja tão representativo na remuneração das debêntures como os índices anteriores, possui certa representatividade frente às demais remunerações verificadas na Figura 1.

Abrangidos os critérios mencionados, foram encontradas emissões provenientes de companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), bem como de empresas não listadas na BM&FBOVESPA, o que permitiu a obtenção de uma amostra composta por 374 observações.

Figura 2 - Estoque de Debêntures

Fonte: ANBIMA (2015)

As 374 observações correspondem, dessa forma, às emissões de debêntures realizadas pelas companhias de capital aberto no período de janeiro de 2007 a dezembro de 2013. Entretanto, este total de emissões são provenientes de um conjunto de 157 empresas, as chamadas emissoras de debêntures.

Das 374 observações, cujos dados permitiram a construção da amostra, derivaram as variáveis dependente e independentes (de interesse). A variável dependente - melhor explicada na seção seguinte - corresponde ao volume financeiro de debêntures emitidas, enquanto as independentes - também tratadas na próxima seção - se referem ao período de adoção das IFRS pelas empresas da amostra. O intuito da pesquisa é, dessa forma, ao se analisar em conjunto as variáveis dependente e independentes, com a inserção de variáveis de controle, verificar se há associação positiva entre elas. Ou seja, pretende-se verificar se há impacto da adoção das IFRS no volume financeiro principalmente no período de adoção obrigatória. Essa associação é esperada dado que a possível melhora da qualidade da informação contábil pela adoção do padrão internacional de contabilidade pode auxiliar na redução do custo de capital e, assim, incentivar a emissão de debêntures.

No Gráfico 2 é possível visualizar a evolução do volume financeiro emitido ao longo do período:

Gráfico 2 - Volume Financeiro Emitido em R\$ Milhões

Após a descrição prévia da amostra de dados, a próxima seção abordará a exposição e a explicação das variáveis utilizadas para a análise do problema de pesquisa. Dessa forma, são apresentadas as variáveis dependente, independentes (de interesse) e de controle que foram utilizadas para a elaboração do modelo de análise dos dados obtidos.

3.3 Variáveis

3.3.1 Variável Dependente

Na literatura sobre a associação entre nível de *disclosure* e custo de capital de terceiros têm-se trabalhos relevantes como o de Lima (2009) realizado para o caso brasileiro e que apontou relação negativa entre custo de capital de terceiros e nível de *disclosure*. Porém, os estudos que contemplam a análise do conteúdo informacional das demonstrações contábeis são recentes. Em âmbito internacional, um relevante trabalho é o de Sengupta (1998), o qual apresentou evidências de que empresas que divulgam informações de alta qualidade apresentam custo de capital de terceiros mais baixo.

Há diversos outros estudos - expostos nas seções anteriores - que associam a melhora da qualidade da informação contábil à redução do custo de capital, e a adoção das IFRS pelos países ao ser inserida a padronização das práticas contábeis pode contribuir para isso. Calixto (2010) comenta as grandes expectativas quanto à adoção das

IFRS, já que a extinção da variedade das normas contábeis advindas de diversos países pode reduzir a variação na qualidade da informação contábil produzida.

As debêntures emitidas pelas companhias de capital aberto funcionam como meio de captação de recursos, ou seja, quando utilizadas fazem parte da estrutura de capital. O registro de uma emissão por companhia aberta tem por objetivo prover informação adequada e proteção ao investidor e, para isso, obriga as entidades responsáveis pela emissão a acatarem um conjunto de obrigações. A ANDIMA em 2008 já defendia a adoção de um padrão internacional de elaboração de prospectos e de divulgação de informações, e uma das características do prospecto de emissão é a apresentação das demonstrações financeiras do último exercício, das informações trimestrais e dos eventos subsequentes. Bhojraj e Sengupta (2003) obtiveram como evidências de seu trabalho indicações de que as companhias sujeitas a maior monitoramento externo, e que consequentemente divulgaram maior conteúdo informacional, foram avaliadas com melhores *ratings* e menores custo de captação. Tal fato pode ser um indicador de alteração também no volume financeiro de títulos emitidos, como as debêntures.

Assim, pressupõe-se pelos estudos mencionados que a convergência aos padrões internacionais de contabilidade pode contribuir para melhorar a qualidade da informação contábil, impactar na redução do custo de capital e, consequentemente, no volume de debêntures emitidas. Como o objetivo desta pesquisa é verificar se a adoção das IFRS influenciou positivamente no volume financeiro de debêntures emitidas, é proposta como variável dependente o volume financeiro da emissão:

- ***LN*VOLUME**: o volume financeiro é representado pelo logaritmo natural do volume financeiro total emitido (volume financeiro: quantidade emitida x valor nominal na emissão) calculado no período *t*.

3.3.2 Variáveis Independentes

Como o propósito do trabalho fundamenta-se pela verificação dos impactos da adoção das IFRS no volume de debêntures emitidas, são propostas variáveis independentes para capturarem os efeitos do período anterior à adoção, os do período de

adoção parcial (algumas companhias aderiram voluntariamente aos padrões internacionais de contabilidade) e os do período de adoção obrigatória das IFRS no Brasil. Diferentemente de outros países em que a convergência aos padrões internacionais de contabilidade foi realizada em apenas uma etapa, no Brasil, conforme Lima (2010), houve a adoção parcial a partir de janeiro de 2008 e a obrigatória, após janeiro de 2010. Assim, são utilizadas variáveis independentes propostas por Gatsios (2013), as quais estão embasadas nos modelos de Jiao *et al.* (2011) e Cotter, Tarca e Wee (2012).

Tais variáveis foram obtidas da amostra pela data em que as debêntures foram emitidas. Foram, então, verificados os anos em que ocorreu cada emissão e, a partir dessa informação, as emissões foram divididas em três períodos, o que leva à descrição das variáveis *dummies* a seguir:

- **IFRSANT**: denota uma variável *dummy* utilizada para analisar o volume financeiro de debêntures emitidas referentes aos períodos: anterior à adoção, adoção parcial e adoção obrigatória das IFRS no Brasil, sendo que assume valor 1 para o período anterior à convergência (tem-se apenas o ano de 2007) - seja ela parcial ou obrigatória - e 0 para os demais períodos analisados;
- **IFRSPARC**: corresponde à variável *dummy* para capturar a relação entre o volume financeiro de debêntures emitidas e os períodos: anterior à adoção, adoção parcial e adoção obrigatória das IFRS no Brasil, cujo valor 1 representa a adoção parcial das IFRS e o valor 0 os demais períodos. O período de adoção parcial compreende de janeiro de 2008 a dezembro de 2009;
- **IFRSOBR**: caracteriza uma variável *dummy* para analisar a relação entre o volume financeiro de debêntures emitidas e os períodos: anterior à adoção, adoção parcial e adoção obrigatória das IFRS no Brasil, em que o valor 1 é utilizado para os períodos posteriores à convergência obrigatória e 0 para os demais períodos analisados. O período de adoção obrigatória se deu após janeiro de 2010 e, na análise, abrange janeiro de 2010 a dezembro de 2013.

3.3.3 Variáveis de Controle

Para a verificação das implicações da adoção das IFRS no volume financeiro de debêntures emitidas, são propostas algumas variáveis de controle. Elas foram inseridas na análise dos dados pela necessidade de se controlar o efeito de eventos ou situações que podem gerar viés no julgamento caso não sejam considerados. Tais variáveis foram utilizadas com base em trabalhos realizados e constantes na literatura sobre o tema, os quais encontram-se expostos no decorrer desta pesquisa. As variáveis são descritas a seguir:

- ***RATING***: representa o *rating* atribuído pela agência classificadora à debênture emitida pela companhia aberta no período t .

O *rating* de uma emissão apesar de não ser uma verdade absoluta, representa uma metodologia de trabalho utilizada pelas agências classificadoras na análise do tomador de crédito e do seu comportamento principalmente quanto à capacidade de cumprir suas obrigações futuras. Altman e Kao (1992) consideram o *rating* um importante indicador da qualidade de crédito de um emissor, configurando-se, portanto, como informação adicional relevante ao investidor. Autores como Sheng e Saito (2005) são uns dos que mais analisam o mercado de debêntures e trabalham com a influência do *rating* nas emissões de debêntures. Assim, o *rating* é considerado como um dos componentes do ambiente das demonstrações contábeis, segundo Beaver (1998), e, por isso, poder ser associado à qualidade da informação contábil, será uma das variáveis de controle utilizadas na análise dos dados.

Como já mencionado, os *ratings* das emissões foram capturados na base de dados das agências classificadoras de crédito, nos *sites* das empresas emissoras e nos *sites* que continham os prospectos das emissões. O processo de atribuição de nota é característico de cada agência classificadora, assim embora as agências atribuam diferentes nomenclaturas para as emissões, o conteúdo das notas é equivalente. Dessa forma, foi necessário padronizar as notas por meio de uma tabela que consolide as notas e as suas definições. A tabela pode ser conferida no Apêndice 1, ao final do trabalho.

- **NGCIA**: denota o nível de governança corporativa aderido pela companhia aberta listada na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) no período t .

Aspectos relacionados à governança também são relevantes quando da avaliação das características de uma companhia que emite debêntures. Bhojraj e Sengupta (2003) trataram da relação entre governança e os riscos de agência e do risco proveniente da assimetria de informação para entender qual a associação entre mecanismos de governança e *yields* e *ratings* dos títulos. Como evidências houve indicação de que as companhias que estão sujeitas a maior monitoramento externo são as que tiveram melhores *ratings* e menor custo de captação.

Conforme a BM&FBOVESPA, a adoção voluntária de práticas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa visa facilitar o acesso ao capital pela maior evidenciação das empresas. Essas práticas influenciam na qualidade da informação contábil, portanto, a governança corporativa também será tratada como variável de controle.

A BM&FBOVESPA no intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro pela atração de investidores, criou segmentos especiais de listagem, cada qual com especificidades capazes de atender aos diferentes perfis de empresas. Assim, foram criados os segmentos¹: **i)** Bovespa Mais, **ii)** Bovespa Mais Nível 2; **iii)** Nível 1; **iv)** Nível 2 e **v)** Novo Mercado. Os três últimos segmentos correspondem aos de maior nível de governança corporativa ao prezarem por regras rígidas de comprometimento que vão além das obrigações exigidas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.)

As empresas que optam por aderir voluntariamente a um desses níveis de listagem o fazem objetivando melhorar a sua avaliação perante o mercado e, conseqüentemente, atrair mais investidores. Segundo a BM&FBOVESPA, a adesão a um dos segmentos possibilita assegurar direitos e garantias aos acionistas e divulgar informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, o que minimiza o risco. Assim, a opção pela variável *NGCIA* deve-se ao fato de ela estar vinculada à melhora da qualidade da informação contábil e à redução do risco, o que pode

¹ Os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA aderidos pelas companhias contempladas na amostra são explicados no quadro "Enquadramento das Emissões de Debêntures por Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA", que está na seção sobre os resultados da pesquisa.

impactar em uma possível redução do custo de capital e influenciar no volume financeiro de debêntures emitidas.

- **PRAZO**: caracterizado pela diferença entre a data de emissão e a data de vencimento da debênture emitida no período t ;
- **REAL**: caracteriza o melhor tipo de garantia ao proteger o credor com bens integrantes do ativo da companhia ou de terceiros em caso de perdas pelo investimento nas debêntures, característica esta verificada no período t ;
- **SUBORD**: caracteriza o pior tipo de garantia, pois em caso de liquidação da companhia somente os acionistas da emissora detêm direito ao ativo remanescente, ou seja, não há proteção em casos de perdas, característica esta verificada no período t .

Foram selecionadas as variáveis de controle diretamente ligadas à emissão de debêntures como o prazo da emissão e duas *dummies* referentes às garantias das emissões, sendo elas a garantia real e a subordinada. A opção por estas variáveis deve-se à influência que também pode ser exercida no volume financeiro total emitido, como no caso de prazos maiores, há possibilidade de que a eles estejam associados maiores volumes emitidos. A proposta de utilização de duas *dummies* referentes à garantia da emissão também atrela-se a possíveis associações entre elas e o volume financeiro emitido. As garantias em uma emissão, segundo o SND, possibilitam proteção ao investidor, conferem maior conteúdo informacional ao prospecto e influenciam na decisão de investimento. Assim, espera-se que as emissões com garantia real - maior cobertura em caso de perdas - influenciem positivamente no volume financeiro emitido.

Ademais, foram selecionadas variáveis de controle como o ativo da companhia aberta emissora e o risco país, e outras como o setor de atividade e as relacionadas à adoção voluntária das IFRS e à negociação de títulos em mercados internacionais pelas emissoras, pois caso haja negociação em data anterior à adoção do padrão contábil internacional, elas obrigatoriamente já divulgam um conjunto mais amplo de informações. A opção por estas variáveis deve-se à influência que também pode ser exercida no volume financeiro total emitido.

- ***LNATIVO***: representado pelo logaritmo natural do ativo total da companhia aberta calculado no período t ;
- ***LNRISCO***: representado pelo logaritmo natural do índice *EMBI+BR* no período t ;

Quanto ao ativo das companhias, o mesmo é utilizado como uma *proxy* para mensurar o tamanho da empresa, o que pode ser um fator que impacta no montante financeiro captado via emissão de debêntures. A opção pela variável relacionada ao risco país teve o intuito de modelar os efeitos do risco econômico na relação entre as variáveis dependente e as de interesse no modelo. Como a adoção do IFRS no Brasil ocorreu a partir de 2008, período em que houve a crise financeira internacional, houve a necessidade de se controlar o efeito desta crise na análise dos dados.

- ***SETOR***: corresponde à variável *dummy* para os diferentes setores de atividade das companhias abertas analisadas;
- ***VOL***: corresponde à variável *dummy* para as companhias abertas que aderiram às normas internacionais de contabilidade antes de 2010;
- ***LIST***: corresponde à variável *dummy* para as companhias abertas que emitiam títulos em mercados internacionais na data de adoção do IFRS.

A utilização de *dummy* setorial foi para mensurar as diferenças entre os setores da amostra, o que poderá ser verificado na seção de resultados. As *dummies* relacionadas à adoção voluntária das IFRS e à negociação de títulos em mercados internacionais se referem, respectivamente, às empresas que aderiram às normas internacionais de contabilidade antes de 2010 e às empresas que emitiam títulos para negociação em mercados internacionais na data de adoção do padrão internacional pelas mesmas, seja a adoção voluntária ou obrigatória.

Descritas e explicadas as variáveis dependentes e de interesse, é exposto a seguir o método de análise utilizado no tratamento dos dados.

3.3.4 Modelos de Dados em Paineis

Como meio para a investigação do problema, será utilizado o método estatístico de análise de dados em painéis desbalanceados (desbalanceado), devido às limitações e não constâncias dos dados, os quais podem estar presentes em dado período enquanto em outros não. Na amostra, apenas a variável *RATING* não foi encontrada para todas as emissões: das 374 emissões, 29 não possuía *rating*² ou a classificação não foi localizada.

Gujarati (2011) retrata que a metodologia de dados em painéis permite a observação de diferentes unidades econômicas em diferentes momentos do tempo. O uso de modelos de dados em painéis possibilita a manipulação de maiores números de dados, combinando as metodologias de análise em *cross-section* e séries temporais com maior eficiência dos estimadores e maior número de graus de liberdade (GUJARATI, 2011).

Dessa forma, a técnica de análise de dados em painéis foi utilizada para analisar o impacto da convergência às IFRS no volume financeiro de debêntures emitidas. Foram, então, elaborados modelos de regressão com análise de dados em painéis para analisar a relação entre as variáveis dependente, independentes e de controle. O modelo geral elaborado para a metodologia de análise de dados em painéis é representado pela equação (1):

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1jt}x_{1jt} + \beta_{kjt}x_{kjt} + e_{jt} \quad (1)$$

Na fórmula temos que o subscrito *i* corresponde aos diferentes indivíduos da amostra, enquanto o subscrito *t* representa o período (tempo) analisado. Assim, $Y_{i,t}$ denota a variável dependente, β_{0it} o valor do intercepto, β_k o coeficiente angular das *k* covariadas do modelo e e_{it} o erro de previsão.

A análise de dados em painéis combina as metodologias *cross-section* e séries temporais, o que possibilita maior profundidade na análise dos dados. Se tomarmos como exemplo um estudo que contemple o exame de empresa(s), tem-se que pela análise de dados em *cross-section* analisa-se os dados de várias empresas em um mesmo período de tempo, enquanto pelas séries temporais, são analisados os dados de uma empresa ao longo de vários períodos de tempo. Da junção destas duas metodologias tem-se, então, a análise de dados em painéis, que corresponde à análise dos dados de várias empresas ao longo de vários períodos de tempo.

² Na seção sobre os resultados, encontra-se o quadro "Enquadramento das Emissões de Debêntures por *Rating* Atribuído" com a separação da amostra por classificações de *rating*.

As vantagens ao ser utilizado o modelo de dados em painel são: **i)** maior quantidade de dados analisados; **ii)** redução da heterogeneidade individual, menor colineariedade entre as variáveis, mais graus de liberdade e estimadores mais eficientes e **iii)** maior variabilidade dos dados.

Os modelos de dados em painel podem ser realizados sob três perspectivas: painel *pooled*, painel efeito fixo e painel efeito aleatório, sendo estas abordagens tratadas por Wooldridge (2008). O autor retrata que a abordagem *pooling* considera como constantes o intercepto e os coeficientes angulares das i unidades seccionais ao longo de todo o período analisado, enquanto quando o intercepto é considerado fixo, porém, os coeficientes angulares variam conforme as características particulares de cada unidade e é fixo ao longo do tempo, o modelo será o de painel de efeitos fixos. Entretanto, quando os erros individuais estão correlacionados ao longo do tempo, e assim os coeficientes angulares variam para cada unidade de tempo t analisada, o modelo de dados em painel será o de efeitos aleatórios.

A fim de se verificar qual abordagem utilizar, testes estatísticos devem ser realizados. No caso da opção pela abordagem *pooling* ou de efeitos aleatórios, realiza-se o teste de *Chow*, o qual é um teste F para verificar se uma função múltipla difere entre dois grupos. Se o intercepto for igual para todas as unidades seccionais, deve ser utilizado o modelo *pooling*, enquanto se o intercepto for diferente para todas as unidades seccionais, deve ser utilizado o modelo de efeitos fixos.

Já para a escolha entre as abordagens efeitos fixos ou efeitos aleatórios, realiza-se o teste de *Hausman*, o qual, segundo Wooldridge (2008), verifica se o modelo de correção dos erros é adequado para a regressão proposta. Se o modelo de correção dos erros for adequado, utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios, enquanto se o modelo de correção dos erros não for adequado, utiliza-se o modelo de efeitos fixos.

Tendo sido apresentados a metodologia de análise de dados em painel, bem como os testes a serem realizados para verificação de qual modelo será o mais adequado à análise dos dados, na seção a seguir é descrito o modelo proposto neste trabalho para a análise do problema de pesquisa levantado.

3.3.5 Modelo Proposto

A intenção do trabalho é a de verificar se houve aumento do volume financeiro de debêntures emitidas após a adoção completa das IFRS no Brasil. Entretanto, na análise não será contemplada uma relação de causa e efeito, em que há a tentativa de se explicar a variável dependente (*LN**VOLUME*) pelas variáveis de interesse e de controle; há o interesse em verificar se há relação entre as variáveis dependente e as demais abrangidas no modelo proposto.

Desta forma, foi utilizado um modelo de regressão com a técnica de análise de dados em painel, ao combinar a análise de 157 empresas emissoras de debêntures no período de janeiro de 2007 a dezembro de 2013. Utilizou-se, então, a técnica de análise de dados em painel desbalanceado devido à falta de dados referentes à variável *RATING* - 7,8% das emissões realizadas não possuíam *rating* ou o mesmo não foi localizado.

O modelo proposto foi elaborado após a realização de testes para a escolha entre as abordagens de efeitos fixos e de efeitos aleatórios, e na seção de resultados serão explicados os motivos da proposição do modelo com abordagem de efeitos aleatórios, já que esta foi a que melhor se adequou à análise dos dados. Assim, o modelo de regressão utilizado é apresentado a seguir pela equação (2):

$$\begin{aligned} LN\text{VOLUME}_{j,t} = & \beta_0 + \beta_1 IFRSANT_{j,t} + \beta_2 IFRSPARC_{j,t} + \beta_3 IFRSOBR_{j,t} \\ & + \beta_4 RATING_{j,t} + \beta_5 PRAZO_{j,t} + \beta_6 NGC_{j,t} + \beta_7 LNRISCO_{j,t} \\ & + \beta_8 LNATIVO_{j,t} + \beta_9 REAL_{j,t} + \beta_{10} LIST_{j,t} + \beta_{11} VOL_{j,t} \\ & + \beta_{12} DUMMY SETOR_{j,t} + e_{j,t} \quad (2) \end{aligned}$$

Os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 referem-se às relações entre o volume financeiro de cada debênture emitida e os períodos anterior à adoção, adoção parcial e adoção obrigatória das IFRS pelas companhias de capital aberto brasileiras, e o termo $e_{j,t}$ denota o erro aleatório da companhia j no período t .

Pela análise dos dados em painel, espera-se encontrar resultados que dêem indícios de uma relação negativa entre a variável independente *IFRSANT* e o volume financeiro de cada debênture emitida, com β_1 menor que zero. Já o contrário é esperado pela relação entre as variáveis de interesse *IFRSPARC* e *IFRSOBR* e o volume financeiro de cada debênture emitida, ou seja, espera-se que a relação entre essas variáveis seja

positiva, com β_2 e β_3 maiores que zero e estatisticamente significativos. Caso tais resultados sejam verificados, isso indicará que a adoção das normas internacionais de contabilidade, pelas empresas brasileiras, impactou positivamente no volume financeiro de debêntures emitidas.

Estes são, portanto, os resultados esperados para as relações entre as variáveis dependente (*LNVOLUME*) e as independentes (*IFRSANT*, *IFRSPARC*, *IFRSOBR*), o que, caso verificado, corresponderá a indícios de que a convergência aos padrões internacionais de contabilidade foi relevante para o mercado de debêntures brasileiro. No entanto, para a verificação desta possível relevância, serão também consideradas na análise variáveis de controle, as quais já foram apresentadas.

Na seção seguinte, serão apresentados os resultados obtidos pela análise dos dados. Primeiramente, será apresentada a estatística descritiva das variáveis de modo a avaliar o comportamento individual destas variáveis ao longo do período analisado. Após esta análise preliminar, será procedida a análise dos dados pela metodologia de dados em painel.

4 Resultados

4.1 Estatísticas Descritivas

Esta seção apresentará e abordará os resultados obtidos pelas estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo sobre o volume financeiro de cada emissão de debênture realizada pelas companhias abertas da amostra.

4.1.1 Volume Financeiro Emitido

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis contínuas utilizadas no modelo para apuração do volume financeiro de cada debênture emitida. Para tanto, a análise das variáveis contemplou três janelas temporais: período anterior à adoção, período de adoção parcial e período de adoção obrigatória das IFRS.

Para a variável dependente *LNVOLUME* constatou-se que a média do período anterior à adoção das IFRS para o período de adoção parcial das normas, diminuiu. Tal fato pode ser explicado em parte pela crise financeira internacional com início em 2008, a qual foi controlada pela variável *LNRISCO*. Por esta variável, verificou-se que tanto a média quanto o desvio-padrão aumentaram no período de adoção parcial, período este que abrangeu os anos de 2008 e 2009. Santos e Calixto (2010) afirmam que ao se analisar os resultados sobre qualidade da informação contábil, os efeitos provocados pela crise iniciada em 2008 podem impactar em tal análise. Porém, após a convergência obrigatória para as normas internacionais de contabilidade, verificou-se que a variável *LNRISCO* teve tanto sua média quanto o seu desvio-padrão diminuídos.

Ainda sobre a variável *LNVOLUME*, os valores de mínimo e máximo mostram que houve uma redução do valor mínimo nos períodos de adoção parcial das IFRS, mantendo-se igual no período de adoção obrigatória. Em direção oposta, o valor máximo retrata aumento constante a cada etapa de adoção das normas internacionais de contabilidade.

Tabela 1 - Estatística Descritiva - Volume Financeiro Emitido

Período Total					
Variáveis	Nº de observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>LNVOLUME</i>	374	19.03218	1.047912	16.1181	21.57768
<i>PRAZO</i>	374	6.208556	2.550158	2.00000	26.00000
<i>LNATIVO</i>	374	21.99587	1.137673	19.35515	24.95849
<i>LNRISCO</i>	374	5.232562	0.2261854	4.927254	6.035481
Período Anterior ao IFRS					
<i>LNVOLUME</i>	6	19.39860	0.36181	18.91293	19.80698
<i>PRAZO</i>	6	8.50000	1.76068	7.00000	11.00000
<i>LNATIVO</i>	6	21.85118	1.37385	20.91429	23.96019
<i>LNRISCO</i>	6	5.40268	0.00000	5.40268	5.40268
Período de Adoção Parcial do IFRS					
<i>LNVOLUME</i>	19	18.66801	1.11364	16.11810	20.27698
<i>PRAZO</i>	19	8.15790	4.92458	5.00000	26.00000
<i>LNATIVO</i>	19	22.28242	1.09839	19.69863	23.69141
<i>LNRISCO</i>	19	5.47742	0.34264	5.27811	6.03548
Período de Adoção Obrigatória do IFRS					
<i>LNVOLUME</i>	349	19.04571	1.0494	16.1181	21.57768
<i>PRAZO</i>	349	6.063037	2.313512	2	15
<i>LNATIVO</i>	349	21.98276	1.136988	19.35515	24.95849
<i>LNRISCO</i>	349	5.216307	0.211483	4.927254	5.42495

Pela análise realizada acima sobre as variáveis *LNVOLUME* e *LNRISCO*, é possível atrelar os resultados obtidos aos do estudo de Lima (2010), em que o autor evidencia melhora da qualidade da informação contábil após a adoção obrigatória das normas, indicando possível aumento da relevância da informação. Assim, em um primeiro momento, pode-se, ainda, relacionar os resultados obtidos com a análise destas variáveis ao estudo de Iudícibus e Lopes (2008), os quais retratam que a adoção do padrão internacional tem por princípio melhorar a qualidade da informação contábil e, assim, reduzir a assimetria informacional no mercado de capitais. Tal fato pode contribuir para facilitar a captação de recursos, como no caso da captação via emissão de debêntures, a qual é representada pelo volume financeiro emitido.

Pelo Gráfico 3 verifica-se que o volume financeiro foi expressivamente maior no período de adoção obrigatória das normas do que os volumes financeiros das emissões

ocorridas nos períodos anterior e parcial de adoção das IFRS. Deve-se, entretanto, atentar-se também para o fato de que a maior quantidade das emissões realizadas ocorreram após a obrigatoriedade da adoção das IFRS.

Gráfico 3 - Volume Financeiro em Reais (R\$) - Emissões de Debêntures

Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto à variável *PRAZO*, esperava-se aumento do prazo concedido às emissões após a adoção das IFRS, já que o maior conteúdo informacional, além da qualidade que adviria com a adoção das normas, poderia impactar positivamente nos prazos. Porém, observou-se que a média diminuiu tanto para o período de adoção parcial quanto para o período de adoção obrigatória.

Não se pode, entretanto, atribuir certamente essa alteração à adoção das IFRS, pois outros fatores podem influenciar. Uma possível causa é a grande variabilidade dos valores de máximo e mínimo, juntamente com a distribuição de frequência das emissões pelo prazo, em que há concentração de quantidades emitidas em alguns destes prazos, como no prazo de 5 anos, em que são encontradas 120 emissões. No Gráfico 4, a seguir, é possível visualizar essa relação:

Gráfico 4 - Distribuição de Frequência das Quantidades Emitidas - Variável Prazo

Fonte: Elaborado pelo autor

Com relação à variável *LNATIVO*, esta representa o tamanho das empresas, as quais advêm dos setores econômicos divididos de acordo com a divisão utilizada pela BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros). Infere-se pela estatística descritiva que a variável apresentou aumento da média no período de adoção parcial, tendo esta média decaído após a obrigatoriedade da adoção das IFRS. Ainda, outro fator observado é a maior oscilação entre os valores de mínimo e máximo para o período de adoção obrigatória das normas, com verificação de aumento da média após 2010.

O comportamento da variável *LNVOLUME* para o desvio-padrão no período de adoção parcial das IFRS (2008 e 2009) é o mesmo observado para as variáveis de controle *PRAZO* e *LNRISCO*, o que se traduz pela instabilidade gerada pela crise financeira mundial no mercado de capitais nesse período. Em contrapartida, para a variável *LNATIVO* verifica-se que o desvio-padrão diminuiu durante o período de adoção parcial voltando a aumentar após a adoção obrigatória das normas.

Neste primeiro momento foram analisadas descritivamente as variáveis dependente - *LNVOLUME* - as independentes - *IFRSANT*, *IFRSPARC* e *IFRSOBR* - e três das variáveis de controle - *PRAZO*, *LNATIVO* e *LNRISCO*. Pela análise descritiva pode-se, em parte, analisar se o volume financeiro emitido alterou-se ao longo dos períodos em consequência à alteração destas variáveis de controle. Entretanto, outras variáveis de controle foram contempladas no trabalho de forma que a utilização da técnica de análise

de dados em painel possa abranger tanto estas variáveis quanto as outras de controle já utilizadas. Assim, a análise de dados em painel será utilizada a fim de se separar os efeitos destas variáveis de controle empregadas.

Por meio da aplicação do teste de normalidade *Shapiro Wilk*, verifica-se que a variável *LNVOLUME* não apresenta distribuição normal³. Assim, faz-se necessária a aplicação do teste não paramétrico *Kruskal-Wallis* para comparar se houve diferença da média do volume financeiro emitido entre os períodos de análise. Desse modo, tal metodologia permite verificar se um conjunto de amostras possui a mesma distribuição, sendo que as amostras correspondem aos períodos anterior, parcial e obrigatório de adoção das normas internacionais de contabilidade.

Como as quantidades de debêntures emitidas no período anterior e parcial foram muito pequenas se comparadas às quantidades emitidas a partir do período de obrigatoriedade da adoção das normas, utilizou-se como critério para realização do teste *Kruskal-Wallis* duas janelas temporais. A primeira contempla as emissões realizadas nos períodos anterior e parcial, enquanto a segunda, as emissões realizadas no período de adoção obrigatória das IFRS.

Assim, ao ser realizado o teste não paramétrico *Kruskal-Wallis* para comparar a média do volume financeiro emitido entre os períodos antes e após a adoção obrigatória das normas, verificou-se que as duas amostras possuem a mesma distribuição, já que o *p-valor* é maior do que 0,05. A Tabela 2 expõe os resultados obtidos:

Tabela 2 - Teste de Diferença de Média - Volume Financeiro

Período de Adoção	Quantidade de Emissões	Rank Sum	p-valor
Anterior e Parcial	25	4227.00	0.3776
Obrigatório	349	65898.00	

Nas tabelas que seguem, serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis binárias utilizadas no modelo de apuração do volume financeiro de cada debênture emitida. A Tabela 3 evidencia a variável *RATING*, a qual foi subdividida em

³ O teste de normalidade *Shapiro Wilk* foi realizado para a variável , sendo que a mesma apresentou p-valor igual a 0,00. Isso permite rejeitar a hipótese de normalidade de *LNVOLUME*.

categorias que expressam o *ranking* de classificação das emissões segundo as notas atribuídas pelas agências de classificação de risco (*rating*)⁴.

Os *ratings* de 1 a 4 estão inseridos na classe "*Investment Grade*", classe esta que representa as melhores notas imputadas às emissões. A qualificação de 1 a 4 denota em ordem decrescente (da melhor para a pior nota dentro da classe) as variações de notas que ocorrem dentro desta classe. Verifica-se que nela está concentrada a maior parte das emissões de debêntures; das 345 emissões com atribuição de *rating*, 326 emissões são classificadas com as melhores notas existentes.

Tal fato pode estar em convergência com os estudos de Altman e Kao (1992), os quais consideram o *rating* como informação relevante a respeito da qualidade de crédito do emissor, ou seja, é uma informação adicional. Beaver (1998) considera o *rating* como componente do ambiente das demonstrações contábeis, assim pode-se atrelar o *rating* à qualidade da informação contábil. Estas associações estão em consonância com a maior frequência das emissões realizadas após 2010, como exposto anteriormente, ou seja, após a adoção completa e obrigatória das IFRS. Porém, para melhores inferências, será realizada a estatística de análise de dados em painel.

Em seguida, tem-se as emissões classificadas nos *ratings* 5 e 6, sendo estes agrupados na "Classe Especulativa". A variação entre 5 e 6 possui a mesma lógica explicada acima. Nesta classe há um declínio em relação à classe "*Investment Grade*", pois as notas representam que há certo risco de inadimplência por parte do emissor. Foram encontradas 15 emissões inseridas na "Classe Especulativa" e, por fim, 4 emissões no *rating* 7, que está inserido na classe "*Default*", a qual representa uma situação crítica de inadimplência.

⁴ Verificar apêndice sobre o quadro com as classificações dos *ratings* de dívidas de longo prazo atribuídos pelas agências classificadoras *Austin Rating*, *Fitch Rating*, *Moody's Investors Service* e *Standard & Poor's*.

Tabela 3 - Estatística Descritiva - Variável Binária *Rating*

Rating 1		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	300	86.96
Sim	45	13.04
Total	345	100
Rating 2		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	162	46.96
Sim	183	53.04
Total	345	100
Rating 3		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	252	73.04
Sim	93	26.96
Total	345	100
Rating 4		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	340	98.55
Sim	5	1.45
Total	345	100
Rating 5		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	334	96.81
Sim	11	3.19
Total	345	100
Rating 6		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	341	98.84
Sim	4	1.16
Total	345	100
Rating 7		
Adesão	Nº Observações	Percentual
Não	341	98.84
Sim	4	1.16
Total	345	100

Investment Grade

Classe Especulativa

Default

Ainda, é exposto a seguir o Quadro 3 com a divisão das emissões de debêntures segundo as classes de notas atribuídas pelas agências classificadoras de risco:

Quadro 3 - Enquadramento das Emissões de Debêntures por *Rating* Atribuído

Enquadramento das Emissões de Debêntures por <i>Rating</i> Atribuído				
<i>Rating</i>	<i>Rating</i> Painel	Definição	Quantidade de Emissões	%
1.1	1	Melhores classificações (<i>Investment grade</i>)	45	12
1.2	2		183	48.9
1.3	3		93	24.9
1.4	4		5	1.3
2.4	5	Classe especulativa	11	2.9
2.5	6		4	1.1
3.7	7	<i>Default</i>	4	1.1
Sem <i>rating</i>	-	-	29	7.8
Total			374	100

Com relação à *dummy NGCIA*, a Tabela 4 evidencia que das 374 emissões de debêntures coletadas entre 2007 e 2013, 44 correspondem às empresas que não estão listadas na BM&FBOVESPA e 139 às empresas que não aderiram a nenhum dos níveis diferenciados de governança corporativa. Já as que aderiram a algum dos níveis, as correspondentes emissões estão divididas entre estes níveis da seguinte forma: 11 são participantes do Nível 1; 30 do Nível 2; e 137 do Novo Mercado.

Por esta estatística descritiva, verifica-se que a maior parte das emissões de debêntures concentra-se alocada em um maior padrão de conteúdo informacional, pois o Novo Mercado possui maior número de exigibilidades adicionais à legislação brasileira. Ademais, 1 emissão é advinda de empresa listada no Bovespa Mais e 12 de empresas pertencentes às negociações realizadas em Balcão Tradicional.

Tabela 4 - Estatística Descritiva - Variável Binária NGCIA

	Nº Observações	Percentual
Não listadas		
Não	330	88.24
Sim	44	11.76
Total	374	100
Nível 1		
Não	363	97.06
Sim	11	2.94
Total	374	100
Nível 2		
Não	344	91.98
Sim	30	8.02
Total	374	100
Novo Mercado		
Não	237	63.37
Sim	137	36.63
Total	374	100
Bovespa Mais		
Não	373	99.73
Sim	1	0.27
Total	374	100
Balcão Tradicional		
Não	362	96.79
Sim	12	3.21
Total	374	100
Não participa		
Não	235	62.83
Sim	139	37.17
Total	374	100

Pode-se associar a análise descritiva da variável *NGCIA* ao trabalho de Bhojraj e Sengupta (2003), no qual os autores encontraram evidências de que as empresas cujo monitoramento gerado pelos mecanismos de governança é maior, os *ratings* atribuídos foram melhores, o que, conjuntamente, impactará em um menor custo de captação. Para melhor compreender quais são as diferenças marcantes em cada um dos níveis diferenciados de governança e verificar a representatividade das emissões em cada um deles, segue o Quadro 4 sobre a separação das emissões:

Quadro 4 - Emissões por Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa

Enquadramento das Emissões de Debêntures por Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA				
Nível	Sigla	Breve Descritivo	Quantidade	%
Nível 1	N1	As companhias devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Há divulgação de informações além das exigidas por lei e a companhia se compromete a manter no mínimo 25% de ações em circulação	11	2.94
Nível 2	N2	Similar ao Novo Mercado com algumas exceções, tal nível provê às companhias listadas o direito de manter ações preferenciais (PN). Se houver venda de controle da empresa, os detentores de ações ordinárias e preferenciais possuem os mesmos direitos que o acionista controlador, como o direito de tag along de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do controlador	30	8.02
Novo Mercado	NM	O Novo Mercado traduz-se pelo mais elevado padrão de Governança Corporativa, sendo que as empresas participantes adotam voluntariamente práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, possibilitando a divulgação de informações mais transparentes e abrangentes. Ainda, no Novo Mercado as companhias podem apenas emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON)	137	36.63
Bovespa Mais	MA	Este segmento tem o intuito de fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. As empresas inscritas nesse segmento buscam acessar o mercado de forma gradual e realizam menores captações, mas suficientes para financiar projetos de crescimento. As companhias podem negociar ações preferenciais e ordinárias sem necessidade de oferta; tem até 7 anos após a listagem para realizar o IPO	1	0.27
Balcão Tradicional	MB	No Mercado de Balcão, há a negociação de ativos administrada pela BM&FBOVESPA, com a supervisão feita por uma entidade auto-reguladora e com as corretoras e Distribuidoras de Valores e Bancos de Investimento na intermediação. As exigências de listagem e de negociação são menores se comparadas às do Mercado de Bolsa	12	3.21
Não Participa	-	-	139	37.17
Não listada	-	-	44	11.76
Total			374	100

A Tabela 5 apresenta a participação das emissões de debêntures por setor de atividade (variável *SETOR*). A separação das empresas por setor considerou a divisão adotada pela BM&FBOVESPA, em que as empresas são classificadas e distribuídas em 9 setores. Pela Tabela 5, verifica-se que os setores mais representativos, em ordem crescente, são: Consumo Cíclico, Construção e Transporte e Utilidade Pública. Os demais setores não possuem representatividade relevante no tocante à quantidade das emissões neles alocadas. Além disso, a tabela mostra a evolução crescente da quantidade emitida ao longo dos anos, havendo um pequeno recuo em 2011.

Tabela 5 - Classificação da Amostra por Setores - Quantidade de Emissões

Setor	Ano							Total
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Bens Industriais	0	0	0	0	4	0	1	5
Construção e Transporte	1	4	2	16	24	27	33	107
Consumo Cíclico ⁵	0	0	2	6	16	18	21	63
Consumo Não Cíclico ⁶	0	0	0	0	5	1	9	15
Materiais Básicos ⁷	0	1	1	8	0	0	0	10
Outros	1	0	0	1	3	18	10	33
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0	1	0	0	0	0	3	4
Telecomunicações	0	0	1	13	0	0	0	14
Utilidade Pública ⁸	4	0	7	25	15	40	32	123
Total	6	6	13	69	67	104	109	374

Outras duas variáveis binárias (variáveis de controle) inseridas na amostra para avaliar se houve impacto no volume financeiro de debêntures emitidas são *VOL* e *LIST*. A *dummy VOL* demonstra se houve adoção voluntária das IFRS, ou seja, se as empresas aderiram às normas internacionais de contabilidade antes de 2010, enquanto a variável *LIST* evidencia se as empresas emitiam títulos mobiliários para negociação em mercados internacionais na data de adoção do padrão internacional.

Tanto a adoção voluntária quanto o fato de a companhia negociar títulos em outros países são fatores que podem impactar no volume emitido. Isso decorre da relação entre maior quantidade e qualidade das informações disponibilizadas por essas empresas e a possível melhora da captação de recursos de terceiros. Lima (2009), Sengupta (1998), Mazumdar e Sengupta (2005) são autores que verificaram redução do custo de capital de terceiros pela disponibilização de maior e melhor conteúdo informacional.

A Tabela 6 retrata a quantidade de emissões realizadas por empresas que adotaram voluntariamente as normas internacionais (*VOL*) e a quantidade emitida por empresas que já negociavam títulos em outros mercados (*LIST*) na data de adoção das IFRS:

⁵ O setor **Consumo Cíclico** inclui os subsetores: comércio; diversos; hotéis e restaurantes; mídia; tecidos, vestuários e calçados; utilidades domésticas; e viagens e lazer.

⁶ O setor **Consumo Não Cíclico** inclui os subsetores: agropecuária; alimentos processados; bebidas; comércio e distribuição; diversos; fumo; produtos de uso pessoal e de limpeza; e saúde.

⁷ O setor **Materiais Básicos** inclui os subsetores: embalagens; madeira e papel; materiais diversos; mineração; químicos; siderurgia e metalurgia.

⁸ O setor **Utilidade Pública** inclui os subsetores: água e saneamento, energia elétrica e gás.

Tabela 6 - Estatística Descritiva - Variáveis Binárias *VOL* e *LIST*

	Nº Observações	Percentual
<i>VOL</i>		
Não	357	95.45
Sim	17	4.55
Total	374	100
<i>LIST</i>		
Não	311	83.16
Sim	63	16.84
Total	374	100

Foi, então, realizada a estatística descritiva das variáveis envolvidas no modelo sobre o volume financeiro de cada emissão de debênture realizada pelas companhias abertas brasileiras. A seguir, tem-se a Tabela 7, que contém a matriz de correlação de *Pearson* para o volume financeiro e as demais variáveis independentes e de controle. Por esta matriz de correlação, os dados nela contidos fornecem indícios preliminares das relações entre as variáveis do modelo, ou seja, por meio dos coeficientes apresentados há a possibilidade de analisar de maneira mais precisa estas relações.

Tabela 7 - Matriz de Correlação - Volume Financeiro Emitido

	<i>VOLFIN</i>	<i>RATING</i>	<i>PRAZO</i>	<i>NGCIA</i>	<i>LNRI</i>	<i>LNATIVO</i>	<i>SUBORD</i>	<i>LIST</i>	<i>VOL</i>	<i>IFRSANT</i>	<i>IFRSPARC</i>	<i>IFRSOBR</i>
<i>VOLFIN</i>												
<i>RATING</i>	-0.0309											
<i>PRAZO</i>	0.1863***	0.1564**										
<i>NGCIA</i>	0.2237***	-0.0055	0.1728***									
<i>LNRI</i>	-0.1005	0.0703	0.0517	-0.0782								
<i>LNATIVO</i>	0.4221***	0.0911	0.013	0.1346**	-0.0464							
<i>SUBORD</i>	0.1794***	-0.0072	0.0874	0.1964***	-0.0252	-0.1045						
<i>LIST</i>	0.3188***	-0.0037	-0.0085	-0.007	0.0204	0.4365***	0.0058					
<i>VOL</i>	0.0522	0.0505	0.0099	0.0863	-0.0664	0.1209*	-0.0483	0.1339**				
<i>IFRSANT</i>	-0.0472	0.0245	0.1459**	0.0538	0.1141*	-0.0096	0.2335***	0.0592	0.0854			
<i>IFRSPARC</i>	0.0682	0.1226*	0.2053***	-0.1025	0.2717***	0.0347	-0.0543	0.0514	-0.0598	-0.0417		
<i>IFRSOBR</i>	-0.0324	-0.1186*	-0.2565***	0.0581	-0.2959***	-0.0244	-0.0825	-0.0768	0.004	-0.5170***	-0.8337***	

* Nível de Significância de 10%, ** Nível de Significância de 5%, *** Nível de Significância de 1%

Pela matriz de correlação, verifica-se os seguintes resultados a respeito da variável dependente *VOLFIN*⁹ (refere-se ao volume financeiro de cada emissão de debênture):

i) Uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a variável dependente *VOLFIN* e a variável *PRAZO*, o que indica que quanto maior o prazo estipulado na escritura de emissão, maior será o volume emitido. Paiva (2011) cita que no mercado de capitais brasileiro o principal instrumento de captação de recursos de longo prazo são as debêntures, as quais continuam sendo até o momento presente de acordo com a CVM;

ii) Com relação às variáveis *VOLFIN* e *NGCIA*, tem-se que ambas se relacionam de forma positiva e estatisticamente significativa. Tal resultado demonstra que das emissões que participam de algum dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, as aderentes ao Novo Mercado são as que emitem maiores volumes. Cabe ressaltar a exigência por parte da BM&FBOVESPA de que as companhias listadas no Nível II e no Novo Mercado apresentem suas demonstrações financeiras de acordo com o IFRS ou com o US GAAP. Lopes e Walker (2008) documentaram evidências de que a governança corporativa é relevante pra explicar a qualidade das demonstrações contábeis publicadas no Brasil;

iii) As variáveis *VOLFIN* e *LNATIVO* se relacionam positivamente e de forma estatisticamente significativa, demonstrando que quanto maior o tamanho da empresa, maior será o volume financeiro emitido pelas companhias. Há na literatura estudos que indicam que o endividamento é diretamente proporcional ao tamanho da empresa, suposição esta alicerçada sob a premissa de que empresas maiores apresentam mais solidez, maior diversidade de negócios e maior acesso aos mercados de títulos conseguindo, assim, suportar maior grau de endividamento. Stohs e Mauer (1996) verificaram que grandes empresas apresentam dívidas com vencimentos mais longos, enquanto as de pequeno porte tendem a utilizar dívidas de prazos menores. Titman e Wessels (1988) verificaram de maneira similar que empresas menores possuem tendência em apresentar estrutura de capital concentrada no curto prazo;

iv) Para a relação da variável *VOLFIN* com as *SUBORD* e *LIST*, tem-se que a relação do volume com a garantia da emissão subordinada mostra-se positiva e estatisticamente significativa, o que indica que os maiores volumes não correspondem às emissões que estão garantidas em caso de inadimplência por parte da companhia

⁹ Para a realização da matriz de correlação, foi adotado o volume financeiro e não o logaritmo natural do volume financeiro, como havia sido utilizado para a análise descritiva.

emissora. Quanto à relação entre o volume e o fato de a companhia verifica-se relação também positiva e estatisticamente significativa, ou seja, empresas que já negociavam títulos em outros países, de modo geral, emitiram maiores volumes financeiros. Companhias que emitem em mercado externo devem se submeter às regras de maior conteúdo informacional. Portanto, tais achados estão alinhados ao pressuposto de que maiores volumes associam-se à maior transparência informacional;

vi) Associação positiva e não estatisticamente significante entre as variáveis *VOLFIN* e *IFRSPARC*;

vii) Relação negativa e não estatisticamente significante entre as variáveis *VOLFIN* e *IFRSANT*, assim como é possível verificar a mesma relação entre as variáveis *VOLFIN* e *IFRSOBR*.

Os coeficientes da matriz de correlação apresentados demonstram a relação entre a variável dependente *VOLFIN* e as demais variáveis inseridas no estudo. Entretanto, outros coeficientes apresentam relevância estatística para o estudo, já que podem impactar na relação entre a variável dependente e as demais variáveis utilizadas.

A variável de interesse *IFRSANT* apresenta correlação positiva e estatisticamente significante com a variável *RATING*, o que explica que quanto pior for a classificação de risco (ou a ausência dela), menor será o número de emissões realizadas no período de adoção parcial das IFRS. Em contraste, verifica-se correlação negativa e estatisticamente significante entre a variável *IFRSOBR* e *RATING*, ou seja, no período de adoção obrigatória há mais emissões enquadradas nas melhores classificações de risco, as chamadas de *Investment Grade*.

Ainda, sobre a variável *RATING* tem-se que a mesma se relaciona de forma positiva e significante com a variável *PRAZO*. Por meio dessa correlação os prazos maiores estão atrelados às emissões com classificações de risco pertencentes às piores notas atribuídas pelas agências classificadoras. Deve-se, no entanto, considerar que grande parte da amostra está concentrada nos prazos menores, conforme o Gráfico 4 - Distribuição de Frequência das Quantidades Emitidas - Variável Prazo.

Outra relação inferida entre as variáveis *PRAZO* e *NGCIA*, por meio da qual verifica-se correlação positiva e significante entre estas variáveis. Quanto maiores forem os prazos atribuídos às emissões, melhor será o nível de governança corporativa do qual a empresa participa. Deve-se, entretanto, ressaltar que 37,17% das emissões não aderiram a nenhum dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa.

Tanto a variável *IFRSANT* quanto a variável *IFRSPARC* apresentam correlação positiva e significativa com a variável *PRAZO*, com destaque para aumento do coeficiente no período de adoção parcial das normas internacionais. Tal correlação atesta que nestes períodos o prazo concedido às emissões realizadas aumentou.

De modo divergente, a variável *IFRSOBR* relaciona-se de forma negativa e significativa com a variável *PRAZO*, indicando que após a obrigatoriedade da adoção do padrão internacional os prazos das emissões diminuiu. Novamente é relevante considerar a concentração de um grande percentual das emissões em alguns prazos, como já demonstrado no gráfico de distribuição de frequência da amostra pelo prazo.

Outras relações estatisticamente significantes ocorrem entre as variáveis *NGCIA* e *LNATIVO* e *NGCIA* e *SUBORD*. Pela primeira relação, há correlação positiva e significativa, indicando que empresas maiores tendem a participar de níveis de governança mais elevados. Já a segunda relação, embora indique correlação também positiva e significativa, denota que as emissões sem garantia advêm de empresas cuja aderência aos melhores padrões de governança corporativa não é atestada. Porém, tal inferência inclui limitação quanto ao percentual de emissões sem garantia, o qual corresponde a 3,2% do total das emissões realizadas no período.

Cabe destacar a correlação entre a variável *LNRISCO* com os períodos de adoção parcial e obrigatória do padrão IFRS no Brasil. Pelos resultados obtidos depreende-se que o risco de mercado impacta de modo significativo os períodos analisados. No caso do período de adoção parcial, o risco apresenta-se maior do que o período anterior à adoção, porém, menor do que após a obrigatoriedade da adoção das IFRS. Tal resultado está alinhado com os efeitos da crise econômica internacional, o que implica na necessidade da utilização de tal variável no modelo de análise dos dados.

Correlações positivas e estatisticamente significativas também foram encontradas para as variáveis *LIST* e *VOL* em relação à variável *LNATIVO*. Por estas correlações verifica-se que as maiores empresas são aquelas que negociam títulos no exterior e que aderiram às IFRS antes da obrigatoriedade das mesmas.

Outras variáveis de controle mostram correlação positiva e significativa, como a correlação entre a variável de controle *SUBORD* e a variável explicativa *IFRSANT*, o que implica que as emissões advindas do período anterior à adoção do padrão IFRS não possuem garantia. Além desta, há correlação positiva e significativa entre as variáveis *LIST* e *VOL*.

Há, ainda, na matriz de correlação a relação das variáveis independentes *IFRSANT* e *IFRSPARC* com a variável explicativa *IFRSOBR*. Tais resultados podem ser explicados pelo motivo de estas variáveis terem sido elaboradas de modo a cobrir todo o período de análise.

Embora não tenham sido encontradas correlações estatisticamente significativas entre a variável *VOLFIN* e as variáveis independentes *IFRSANT*, *IFRSPARC* e *IFRSOBR*, os resultados obtidos demonstram necessidade em se mensurar os efeitos da crise econômica internacional no volume financeiro das debêntures emitidas.

As análises preliminares dos dados serão seguidas pela apresentação, na próxima seção, do modelo sobre o volume financeiro de cada emissão de debênture realizada pelas companhias abertas da amostra. O modelo apresenta a relação entre a variável dependente *LNVOLUME* e as variáveis de interesse, variáveis estas relacionadas à adoção das IFRS e variáveis de controle. Optou-se pelo uso da variável *LNVOLUME* (logaritmo natural do volume financeiro) ao invés da variável *VOLFIN* para suavizar o impacto sobre os valores dos coeficientes que advêm da utilização dos valores originais.

4.2 Modelo

Foram apresentados o referencial teórico, para embasamento do problema de pesquisa em questão, e as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo sobre o volume financeiro de cada emissão de debênture realizada pelas companhias abertas. Após estas etapas, foi elaborado o modelo de acordo com a metodologia de análise de dados em painel, o qual possibilita analisar a relação entre o volume financeiro e as variáveis independentes e de controle nos períodos anterior e após a adoção obrigatória das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

O modelo elaborado possui como variável dependente o logaritmo natural do volume financeiro (*LNVOLUME*), tendo sido escolhida esta variável pela expressividade de captação de recursos por emissão de debêntures em relação, principalmente, ao mercado acionário. De acordo com a CVM, o mercado de debêntures continua aquecido e prevê que a captação de recursos via dívida continuará seguindo de forma mais expressiva do que o mercado acionário durante o ano de 2015.

Este fato aliado aos benefícios oriundos do maior nível de *disclosure* das empresas em estudos apontados por Lima (2009), Sengupta (1998) e Mazumdar e Sengupta (2005) acarretou em menor custo de capital. Assim, o modelo ao presumir o

volume financeiro como variável dependente, busca verificar a relação do volume emitido antes e após a adoção obrigatória das IFRS no Brasil, dado o pressuposto de que há melhor conteúdo da informação contábil após a convergência ao padrão internacional.

As variáveis independentes e de controle abrangidas no modelo e já mencionadas foram selecionadas com base na literatura de suporte. Não foi encontrado nenhum trabalho que correlacionasse o volume financeiro de debêntures emitidas com outras variáveis, portanto, os trabalhos existentes sobre temáticas relacionadas atuaram como auxiliares para o estudo deste propósito.

Com relação à metodologia, foi feita a regressão das variáveis, seguida da realização da técnica de dados em painel, tanto para efeitos fixos, quanto para efeitos aleatórios. Após estas etapas, foi realizado o teste de *Hausman*, sendo verificado que a análise de dados em painel com efeitos fixos foi a indicada como a adequada.

Cabe ressaltar que na apresentação dos resultados, a variável *IFRSANT* foi omitida do modelo. Isso deve-se à utilização de três variáveis para os períodos de adoção: anterior à adoção, adoção parcial e adoção obrigatória das IFRS. Caso fossem utilizadas as três, poderia haver problema de multicolinearidade entre essas variáveis *dummies* e, assim, prejudicar a qualidade do modelo desenvolvido.

4.2.1 Volume Financeiro - Dados em Painel

Na Tabela 8 são apresentados os resultados obtidos do modelo para o volume financeiro de debêntures emitidas. As variáveis, como já exposto, foram selecionadas com base em trabalhos que relacionam a temática debêntures, IFRS, custo de capital e qualidade da informação contábil.

Para a realização da análise dos resultados, foram antes aplicados testes para a escolha do tipo de metodologia de dados em painel que melhor se adequasse aos dados e às variáveis existentes. Assim, foram utilizados como parâmetros o teste de *Hausman*, o teste de *Wooldridge* (autocorrelação) e o R^2 , além da significância das variáveis independentes e de controle.

Os resultados demonstram que o teste de *Hausman* indica a metodologia de efeitos fixos como sendo a mais apropriada para a análise dos resultados. Pela metodologia de efeitos fixos, verifica-se que apenas as variáveis independentes *IFRSPARC* e *IFRSOBR* são estatisticamente significantes ao nível de 10%, estando, ainda, relacionadas

positivamente à variável *LN*VOLUME. Este resultado indica que o volume financeiro de cada emissão de debênture realizada aumentou no período de adoção parcial das IFRS no Brasil em comparação ao período anterior à adoção.

Embora não tenham sido encontradas outras variáveis com significância estatística, cabe evidenciar que a variável de controle *LN*RISCO possui significância estatística bem próxima a 10%. A variável *LN*RISCO se relaciona de forma negativa e estatisticamente significativa com a variável *LN*VOLUME, indicando o impacto da volatilidade do mercado financeiro internacional devido à crise econômica presente no período analisado. Os autores Santos e Calixto (2010) e Lima (2010) afirmam que os efeitos da crise internacional afetaram significativamente o mercado de capitais brasileiro.

Com a variável *LN*NATIVO, cessam-se as variáveis do modelo que contempla a metodologia de efeitos fixos e das quais se pode extrair alguma observação. Da mesma forma que a variável anterior, *LN*NATIVO possui significância estatística bem próxima a 10%, entretanto, correlaciona-se negativamente à *LN*VOLUME. Isto indica que, no geral, empresas de maior porte não emitem maior volume financeiro.

Embora o teste de *Hausman* com *p*-valor recomendando a rejeição da hipótese nula de que para o modelo de volume financeiro o melhor seria o uso do estimador de efeitos aleatórios, o uso das variáveis de controle *LIST* e *VOL*, por serem constantes, não são adequadas ao estimador de efeitos fixos.

Tabela 8 - Modelo Paineis - Volume Financeiro Emitido

	Sinal Esperado	Efeito Fixo	Efeito Aleatório
<i>LN VOLUME</i>			
<i>IFRSPARC</i>	+	1,7022 <i>p</i> -valor =0,000	0,7142 <i>p</i> -valor = 0,006
<i>IFRSOBR</i>	+	0,6402 <i>p</i> -valor =0,084	0,2702 <i>p</i> -valor =0,094
<i>RATING</i>	-	-0,1101 <i>p</i> -valor =0,357	-0,0412 <i>p</i> -valor =0,243
<i>PRAZO</i>	+	-0,0062 <i>p</i> -valor =0,905	0,0599 <i>p</i> -valor =0,022
<i>NGCIA</i>	+	0,0349 <i>p</i> -valor =0,450	0,1098 <i>p</i> -valor =0,000
<i>LN RISCO</i>	-	-0,5114 <i>p</i> -valor =0,103	-0,1755 <i>p</i> -valor =0,475
<i>LNATIVO</i>	+	-0,2586 <i>p</i> -valor =0,104	0,3035 <i>p</i> -valor =0,000
<i>REAL</i>	+	-0,0693 <i>p</i> -valor =0,777	0,0871 <i>p</i> -valor =0,592
<i>LIST</i>	+	-	0,3766 <i>p</i> -valor =0,016
<i>VOL</i>	+	-	0,0616 <i>p</i> -valor =0,775
<i>Constante</i>		27,024 <i>p</i> -valor = 0,000	12,285 <i>p</i> -valor = 0,000
<i>Dummy setor</i>		Sim	Sim
<i>Observações</i>		238	238
<i>R² ajustado</i>		0,2435	0,3206
<i>Painel</i>		Efeito Fixo	Efeito Aleatório
<i>Estatística de Hausman</i>		0,000	-

Dessa forma, optou-se pela metodologia de efeitos aleatórios, sendo ela a mais adequada para a análise dos resultados, já que captura melhor os efeitos das variáveis inseridas no modelo. Foram também realizados o teste de *Wooldridge*¹⁰, verificando a não autocorrelação entre as variáveis, e o modelo com efeitos aleatórios, operacionalizado de forma a gerar resultados mais robustos.

Nota-se que pela metodologia de efeitos aleatórios o R^2 é maior do que o apurado pela metodologia de efeitos fixos. Esta evidência demonstra que a inclusão das variáveis *LIST* e *VOL* melhor se adequou ao modelo para o volume financeiro de debêntures

¹⁰ O teste de *Wooldridge* serve para detecção de autocorrelação entre as variáveis utilizadas no modelo econométrico. Pelo teste realizado no trabalho, tem-se que não é possível rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação.

emitidas. Ainda, os coeficientes em ambas as metodologias apresentam valores positivos e estatisticamente significantes.

Serão abordados e discutidos a seguir os principais resultados obtidos a partir da metodologia de efeitos aleatórios.

Verifica-se que as variáveis *LN**VOLUME* e *IFRSPARC* possuem relação positiva e estatisticamente significativa, o que está convergente com os estudos de Sengupta (1998), Mazumdar e Sengupta (2005), Iudícibus e Lopes (2008) e Lima (2009), os quais verificaram associações entre a melhora na qualidade da informação contábil e o melhor funcionamento do mercado de capitais, tanto pela redução da assimetria informacional quanto pela redução de custo de capital.

Cabe ressaltar que os valores dos coeficientes das variáveis de *IFRSPARC* e *IFRSOBR* diminuíram após a inclusão das variáveis *LIST* e *VOL*, ou seja, tais variáveis controlaram parte do volume financeiro emitido. Caso tais variáveis não fossem incluídas, os coeficientes poderiam estar superestimados para as variáveis *IFRSPARC* e *IFRSOBR*, o que ratifica a relevância da inserção destas variáveis no modelo.

Para o período de adoção obrigatória das IFRS, verifica-se que as variáveis *LN**VOLUME* e *IFRSOBR* possuem relação positiva e estatisticamente significativa. Embora o impacto não tenha tido a mesma dimensão se comparado ao período de adoção parcial das normas internacionais, a tendência se manteve. Ou seja, o volume financeiro de debêntures emitidas está associado positivamente e de forma significativa ao período posterior à adoção do padrão internacional de contabilidade.

Estes achados vão em direção ao estudo de Defond *et al* (2011), o qual retrata que a adoção obrigatória das IFRS ocasiona melhora na comparabilidade das demonstrações financeiras, o que reduz os custos de aquisição de informações para os investidores globais e, desta forma, aumenta os investimentos em empresas estrangeiras. Ainda, os resultados apoiam-se nos trabalhos de Barth, Beaver e Landsman (2001) e Barth, Landsman e Lang (2008), que retratam a relevância das informações contábeis de qualidade no processo de tomada de decisão no mercado de capitais, já que os valores contábeis permitem prever informações e avaliar empresas.

Realizadas as análises das variáveis independentes, serão feitas as análises referentes às variáveis de controle contempladas no modelo. Primeiramente serão abordadas e explicadas as variáveis cuja significância estatística foi observada para, em um segundo momento, serem comentadas as demais variáveis.

A variável *PRAZO* relaciona-se positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNOLUME*, sugerindo que prazos maiores estão associados a maiores volumes financeiros. Essa observação atrela-se ao fato de as debêntures serem consideradas como o principal meio de captação de recursos de longo prazo.

Para a variável *NGCIA* foi obtida uma relação positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNOLUME*, o que corrobora os resultados apurados nas estatísticas descritivas. Emissões enquadradas nas melhores práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA associam-se positivamente ao volume financeiro, o que está em linha com a pesquisa de Lopes e Walker (2008). Os autores documentaram evidências de que a governança corporativa é relevante pra explicar a qualidade das demonstrações contábeis publicadas no Brasil.

A variável *LNATIVO* apresenta relação positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNOLUME*, ratificando os resultados obtidos pelas análises inferidas das estatísticas descritivas. A associação entre estas duas variáveis é suportada pelos estudos de Titman e Wessels (1988) e de Stohs e Mauer (1996), autores que verificaram que empresas de grande porte tendem a concentrar a sua estrutura de capital no longo prazo. Esse resultado se relaciona, ainda, com o verificado anteriormente para a relação entre as variáveis *PRAZO* e *LNOLUME*.

Com relação à variável *LIST*, a mesma apresenta relação positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNOLUME*. A negociação de títulos em outros mercados verificada na data de adoção das IFRS pelas companhias analisadas está associada a alterações no volume financeiro de cada debênture emitida. As empresas que emitem títulos em mercados internacionais necessitam submeter-se às regras de maior conteúdo informacional, portanto, este fato pode implicar em maior volume de captação já que estas empresas divulgam informações mais completas e com maior qualidade. Os resultados atrelam-se aos verificados pelos autores Sengupta (1998), Mazumdar e Sengupta (2005), Iudícibus e Lopes (2008) e Lima (2009) no tocante à redução do custo de capital pela melhora do conteúdo informacional.

Terminadas as análises das variáveis com coeficientes relevantes e significância estatística, são apresentados breves comentários sobre as demais variáveis. A variável *RATING* ainda que apresente o sinal do coeficiente esperado, não possui significância estatística. Assim, não é possível associar a variável *RATING* à variável *LNOLUME*. Tal resultado não está alinhado ao que foi previamente verificado pelas estatísticas descritivas. O resultado ao não possuir significância estatística pode sugerir que o *rating*

ao ser uma medida de análise subjetiva pelas agências classificadoras de risco, talvez não represente uma medida de melhora na qualidade da informação divulgada.

A variável *LNRISCO* se relaciona de forma negativa, mas não estatisticamente significativa com a variável *LNOLUME*, porém, no modelo de dados em painel com estimador de efeitos fixos, a significância estatística ficou bem próxima a 10%, como analisado anteriormente. Estes resultados estão na mesma direção dos apurados na matriz de correlação, o que indica que o controle do efeito da crise econômica não gerou efeito no volume financeiro emitido.

Ainda, a variável *REAL*, referente ao melhor tipo de garantia atribuída a uma emissão de debênture, e a variável *VOL*, indicativa das empresas que aderiram voluntariamente às IFRS, não possuem relação estatisticamente relevante com a variável *LNOLUME*.

Enfim, a utilização da variável *dummy* setorial na metodologia de análise de dados por efeitos aleatórios não apresentou relevância estatística, portanto, torna-se desnecessário abordá-la nas análises de dados em painel.

Após as análises das estatísticas descritivas e das provenientes dos dados em painel, podem ser feitas as inferências finais. Os resultados obtidos pelas estatísticas descritivas não apontaram correlações estatisticamente significativas entre a variável referente ao volume financeiro e as variáveis independentes *IFRSANT*, *IFRSPARC* e *IFRSOBR*, entretanto, pela análise de dados em painel verificou-se que há relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis *LNOLUME* e *IFRSPARC* e *IFRSOBR*. Assim, o volume financeiro de cada debênture emitida associa-se de forma positiva e relevante com os períodos de adoção parcial e obrigatória das IFRS.

Além disso, de modo geral, os resultados obtidos qualificam a análise descritiva realizada, especialmente a feita sobre os resultados constantes na matriz de correlação. Dessa forma, pelos resultados apresentados sobre o modelo para apuração do volume financeiro de cada debênture emitida, pode-se aceitar a hipótese de que a adoção das IFRS associa-se a um maior volume financeiro emitido, o que indica que a convergência às normas internacionais de contabilidade pode estar associada ao aumento da qualidade da informação contábil.

5 Considerações Finais

5.1 Conclusões

A adoção dos padrões internacionais de contabilidade (IFRS) pelos países gera expectativa quanto ao aumento da qualidade, relevância e melhorias no nível de comparabilidade das informações contábeis. Muita ênfase tem sido dada à aceitação das IFRS pelos países em virtude da integração econômica, da maior transparência e da comparabilidade das informações financeiras. Existem argumentos de que padrões contábeis de alta qualidade implicam demonstrações financeiras de alta qualidade (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008). Assim, Calixto (2011) afirma que há expectativas quanto à maior qualidade, relevância e comparabilidade dos números contábeis quando da adoção dos padrões internacionais.

Estudos realizados sobre o mercado de capitais atrelam melhoria do conteúdo informacional ao menor custo de capital. Isso se fundamenta, em parte, pelo aumento do nível confiança das informações divulgadas, pois os investidores poderão avaliar suas opções de aplicação de recursos amparados por informações mais precisas. Além disso, há estudos que consideram as dimensões da qualidade da informação contábil - gerenciamento de resultados, conservadorismo condicional, relevância e tempestividade - no menor custo de captação de recursos.

Tendo em vista a análise do impacto da adoção das normas internacionais de contabilidade no volume financeiro de debêntures e após a análise dos dados, são apresentadas as inferências desta pesquisa. Cabe, primeiramente retomar que a variável dependente foi expressa pelo logaritmo natural do volume financeiro de cada emissão de debênture realizada, sendo que o objetivo foi o de investigar como este volume se associa às variáveis independentes, referentes ao período de adoção do padrão IFRS (anterior à adoção, adoção parcial e adoção obrigatória das IFRS), e às variáveis de controle. Por meio da hipótese proposta, o esperado da análise contemplando as variáveis escolhidas era uma associação positiva entre o logaritmo natural do volume financeiro e o maior nível de evidenciação das informações contábeis.

Para responder ao problema de pesquisa e testar a hipótese proposta, foi apresentado um modelo de análise de dados em painel sobre o volume financeiro de cada debênture emitida. Os dados e informações utilizados para a construção da amostra e das variáveis foram obtidos dos *sites* do Sistema Nacional de Debêntures (SND), da Bolsa de

Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), das agências de *rating* e das empresas emissoras de debêntures. Ainda, foi utilizada a plataforma da *Economática*® para a coleta, principalmente, de informações sobre o ativo das empresas e a base de dados *Thomson Financial*.

Consideradas estas informações, a variável dependente sobre o volume financeiro de cada emissão de debênture realizada é representada por *LNVOLUME*, que expressa o volume financeiro emitido no período *t* para a empresa *j*. As variáveis independentes utilizadas para avaliar a relação da adoção do IFRS no Brasil com a variável dependente *LNVOLUME* foram definidas a partir dos períodos: anterior à adoção das IFRS, adoção parcial das IFRS e convergência obrigatória às IFRS. Assim, foram elaboradas as variáveis: *IFRSANT*, *IFRSPARC* e *IFRSOBR*.

Com relação às variáveis de controle inseridas para suavizar os impactos dos efeitos externos na relação entre as variáveis dependente e independentes, além de terem variáveis que contemplam atributos relacionados à qualidade da informação contábil, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: *RATING*, *NGCIA*, *PRAZO*, *REAL*, *SUBORD*, *LNATIVO*, *LNRISCO*, *SETOR*, *VOL* e *LIST*.

Foi utilizada para o tratamento dos dados a metodologia de análise de dados em painel com efeitos aleatórios, pois esta metodologia demonstrou ser a mais adequada para a análise dos resultados, já que captura melhor os efeitos das variáveis inseridas no modelo. Dessa forma, são apresentadas a seguir as análises mais relevantes verificadas pela metodologia de dados em painel.

Primeiramente serão expostas as análises expressivas obtidas das relações entre as variáveis dependente e de controle. A variável *PRAZO* relaciona-se positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNVOLUME*.

Para a variável *NGCIA* foi obtida uma relação positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNVOLUME*, o que vai ao encontro à pesquisa de Lopes e Walker (2008): os autores documentaram evidências de que a governança corporativa é relevante pra explicar a qualidade das demonstrações contábeis publicadas no Brasil.

A variável *LNATIVO* apresenta relação positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNVOLUME*, associação esta suportada pelos estudos de Titman e Wessels (1988) e de Stohs e Mauer (1996), autores que verificaram que empresas de grande porte tendem a concentrar a sua estrutura de capital no longo prazo.

A variável *LIST* apresenta relação positiva e estatisticamente significativa com a variável *LNVOLUME*. Esta variável é relacionada à qualidade da informação contábil e

esta associação encontrada atrela-se aos resultados verificados pelos autores Sengupta (1998), Mazumdar e Sengupta (2005), Iudícibus e Lopes (2008) e Lima (2009) no tocante à redução do custo de capital pela melhora do conteúdo informacional.

Um ponto interessante nos resultados deste trabalho é que embora a variável *RATING* apresente o sinal do coeficiente esperado, ela não possui significância estatística. Com isso, não é possível associar a variável *RATING* à variável *LN VOLUME*. Isto pode sugerir que o *rating* ao ser uma medida de análise subjetiva, talvez não represente uma medida de melhora na qualidade da informação contábil.

A variável *LN RISCO* apresenta o sinal do coeficiente esperado (sinal negativo), porém, não há significância estatística na sua relação com a variável *LN VOLUME*. Já no modelo de dados em painel com efeitos fixos, a significância estatística ficou bem próxima a 10%, como analisado anteriormente. Estes resultados estão na mesma direção dos apurados na matriz de correlação, o que indica que o controle do efeito da crise econômica não gerou efeito no volume financeiro emitido.

Retratados os resultados da relação entre as variáveis dependente e de controle, serão abordadas as conclusões sobre a relação das variáveis dependente e de interesse. Verificou-se que a relação entre as variáveis *LN VOLUME* e *IFRSPARC*, assim como a relação entre as variáveis *LN VOLUME* e *IFRSOBR* são relações positivas e estatisticamente significantes. Estes resultados estão em conformidade com os estudos de Sengupta (1998), Mazumdar e Sengupta (2005), Iudícibus e Lopes (2008), Lima (2009) e Defond *et al* (2011).

Dessa forma o volume financeiro de cada debênture emitida associa-se de forma positiva e estatisticamente significativa com os períodos de adoção parcial e obrigatória das IFRS, ou seja, os resultados permitem que não seja rejeitada a hipótese de que a adoção das IFRS e o volume financeiro emitido relacionam-se positivamente. Os indícios apontam que a convergência às normas internacionais de contabilidade pode estar associada ao aumento da qualidade da informação contábil.

Um dos objetivos do trabalho era a possibilidade de contribuição para a literatura sobre estudos que incluem a adoção do padrão IFRS, a qualidade da informação contábil e o custo de capital empresarial. Outro objetivo também almejado relaciona-se à demonstração ao mercado que a utilização das debêntures na estrutura de capital pode ser benéfica à continuidade das empresas.

As informações advindas das demonstrações financeiras quando elaboradas sob preceitos e regras que culminem em relevância e fidedignidade do que é divulgado geram

informações que são úteis aos investidores, credores, gestores e qualquer usuário destas informações no processo decisório. No trabalho, foram expostos estudos que verificaram evidências de que a adoção do padrão IFRS auxilia no aumento da qualidade da informação contábil, reduzindo a assimetria informacional e aumentando a proteção dos participantes de mercado.

Se o investidor e credor possuem maior proteção e respaldo nestas informações, a propensão à realização de negociações torna-se maior, reduz o custo de capital e propicia o desenvolvimento do mercado de capitais. Na realidade brasileira, tem-se que o mercado de capitais ainda é incipiente, principalmente se comparado a países desenvolvidos e, mais incipiente ainda, é o mercado de debêntures. Os gestores de uma empresa podem, por exemplo, ao incluir as debêntures na estrutura de capital realizar projetos e investimentos que tragam maior retorno acima do custo de capital caso fossem utilizados outros meios de captação de recursos.

Foi demonstrado e exposto no decorrer do trabalho que as debêntures possuem inúmeras vantagens frente a outros tipos de financiamentos de longo prazo, porém, o mercado secundário destes títulos é praticamente inexistente. Mesmo assim, as debêntures vêm aumentando a sua participação no total de recursos captados e espera-se que este trabalho atente para a relevância delas na estrutura de capital e no desenvolvimento econômico do país.

5.2 Limitações e Sugestões

O presente trabalho foi realizado com algumas limitações envolvendo a análise dos resultados apurados e a resposta do problema de pesquisa levantado. A primeira delas se refere à base de dados, a qual não abrangeu todas as classificações de *rating* das emissões de debêntures coletadas para o período de estudo. Outra limitação diz respeito ao estudo ter sido realizado em um período em que parte dele houve grande volatilidade internacional dos mercados financeiros ocasionado pela crise financeira mundial. Mesmo tendo sido utilizada no modelo a variável *LNRISCO* para controlar o efeito da crise, as relações entre a variável dependente e as de interesse podem ter sido impactadas por fatores que não tenham sido considerados no modelo. Por fim, independente do recorte temporal feito para a realização da pesquisa, o mesmo nunca será suficiente para uma conclusão categórica sobre a adoção das IFRS no mercado de debêntures. O que poderá ser verificado é se a análise de um maior período de adaptação às IFRS talvez possa gerar

resultados que confirmem os encontrados neste trabalho ou que caminhem em direção oposta.

Sobre a proposição de sugestões para futuras pesquisas, as mesmas serão no sentido de considerar as limitações presentes no trabalho. A primeira delas seria a apreciação de outras variáveis relacionadas ao tema para testar a hipótese, bem como a utilização de dados provenientes de um maior período para a realização das análises dos resultados, pois assim será possível avaliar a influência da adoção das IFRS no Brasil de forma a obter resultados mais robustos. Outra sugestão seria o uso de ferramentas estatísticas variadas ou outros modelos de dados em painel para a análise do problema.

As limitações assim como as sugestões auxiliam no aprimoramento de pesquisas futuras de modo a contribuir para a literatura com estudos relevantes e com maior poder de generalização dos achados.

Referências Bibliográficas

ALTMAN, E. I.; KAO, D.L. “Rating Drift of High Yield Bonds”. **Journal of Fixed Income**, mar. 15-20, 1992.

ANDIMA; ABRASCA. **O que são debêntures**. Junho, 2002. Disponível em <www.debentures.com.br>. Acesso em 20 jan. de 2014.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro. Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo, Atlas, 2007.

ARAÚJO, V. G.; BARBEDO, C. H. S.; VICENTE, J. V. M. Construção de curva de juros de debêntures no mercado brasileiro utilizando a parametrização de Nelson-Siegel. **Revista de Administração**, Universidade de São Paulo, v. 48, n. 1, p. 98-113, 2013.

BALL, R. International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. **Accounting and Business Research: International Accounting Policy Forum**, p. 5-27, 2006.

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**, Chicago, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BASU, S. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v.24, n. 1, p. 3-37, 1997.

BEAVER, William H. **Financial Reporting: An Accounting Revolution**. 3. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. **The Journal of Business**, vol. 76, n. 3, p. 455 - 475, 2003.

BORGES, Luis Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDS**, Rio de Janeiro, v. 12, n.24, P.111-148, dez. 2005.

BOWRIN, Anthony R. International accounting standards and financial reporting quality in Trinidad and Tobago. **Journal of Business, Finance and Economics in Emerging Economies**, v. 3, n. 1, 2008.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 dez. 2007.

BRUCE, Robert. **Spotlight on Brazil's plans to adopt IFRS**. International Accounting Standards Committee Foundatio. Mar. 2010. Disponível em : <<http://www.iasb.org/News/Feature/Spotlight+on+Brazil's+plans+to+adopt+IFRS.htm>>. Acesso em 15 Jan. de 2014.

CHOI, Frederick D. S.; MULLER, Gerhard G. *International accounting*. 2nd ed. New Jersey: Prentice Hall, 1999. 610 p.

CICOGNA, Maria Paula Vieira; JUNIOR, Rudinei Toneto; VALLE, Maurício Ribeiro do. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. São Paulo: **RAUSP**, v. 42, n.1, jan/fev/mar. 2007.

COELHO, Antônio Carlos Dias. **Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil**. 2007. 240 f. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 2007.

COELHO, A. C; LIMA, I. S. Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 18, n. 45, set.-dez. 2007, p. 38-49.

COTTER J.; TARCA A.; WEE M. IFRS adoption and analysts' earnings forecasts: Australian evidence. **Accounting and Finance**, v.52, n. 2, p. 395-419, 2012.

DARGENIDOU, C.; MCLEAY, S.; RAONIC, I. **Expected earnings growth and the cost of capital: An analysis of accounting regime change in the European financial market**. Abacus, v. 42, n. ¾, 2006.

DASKE, H. Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP – Have the Expected Costs of Equity Capital really decreased? **Journal of Business Finance & Accounting**, v.33, n. 3 e 4, p. 329–373, 2006.

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. 12, p. 1085–1142, 2008.

DEFOND, M. L. Earnings quality research: Advances, challenges and future research, **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, p. 402-409, 2010.

DEFOND, Mark; HU, Xuesong; HUNG, Mingyi; LI, Siqi. The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 3, 2011.

ERNSTBERGER, J.; VOGLER, O. Analyzing the German accounting triad –“accounting premium” for IAS/IFRS and U.S. GAAP vis-à-vis German GAAP? **The International Journal of Accounting**, n. 43, p. 339-386, 2008.

FÁVERO, L. P. **Métodos Quantitativos com Stata**, 1ª edição, São Paulo, editora Campos, 2013.

FERNANDES, Nuno; FERREIRA, Miguel A. Does International cross-listing improve the information environment? **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 2, p. 216-244, May 2008.

FIELDS, T.D.; LYS, T.Z.; VICENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, V. 31, n 1-3, p. 255-307, 2001.

FLOROU, Annita; KOSI, Urska. **The economic consequences of mandatory IFRS adoption for debt financing**. Working Paper, University of Macedonia, 2009.

FRALETTI, Paulo Beltrão; EID JUNIOR, William. **A relevância do rating e de outros fatores na determinação do rendimento das debêntures emitidas no mercado brasileiro**. Working Paper, 2005.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P. M.; SCHIPPER, K. The market pricing of accrual quality. **Journal of Accounting and Economics**. v. 39, p. 295-327, mar. 2005.

FRANCIS, J.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. Earnings Quality. **Foundations and Trends in Accounting**. v. 4, n. 4, p. 259-340, 2008.

GARBRECHT, Guilherme T.; SOARES, Rodrigo O. **Custo de capital na pesquisa em contabilidade: uma análise em 30 anos de periódicos internacionais**. VI Congresso ANPCONT, Florianópolis, 2012.

GATSIOS, R.C. **Acurácia e dispersão das estimativas dos analistas no mercado de capitais brasileiro: Impacto da adoção do padrão IFRS sobre a qualidade preditiva da informação contábil**. 2013. 106 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

GJERDE, Oystein; KNIVSFLÅ, Kjell; SAETTEM, Frode. The value-relevance of adopting IFRS: evidence from 145 NPCGA restatements. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 17, n. 2, 2008.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**, 5ª edição, Porto Alegre, editor Elsevier, 2011.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**, 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 10. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____, S.; LOPES, A. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo, Editora Atlas 2008.

_____, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**, 7. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E; SANTOS, A. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

JEANJEAN, Thomas; STOLOWY, Hervé. Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. **Journal of Accounting Public Policy**, v. 27, 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIAO, T.; KONING, M.; MERTENS, G.; ROOSENBOOM, P. Mandatory IFRS adoption and its impact on analysts' forecasts. **International Review of Financial Analysis**, v. 21 n.1, p. 56–6, 2011.

KING, R. e R. LEVINE. (1993a). Financial Intermediation and Economic Development, In: MAYER, Colin e VIVES, Xavier. **Financial Intermediation in the Construction of Europe**, Londres: Center for Economic Policy Research, 1993a.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. The Economic Consequences of Legal Origins. **Journal of Economic Literature**, 46:2, 285–332, 2008.

Lang, M.; RAEDY, J. S.; YETMAN, M. H. How representative are firms that are cross listed in the United States? An analysis of accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 41 n. 2, p. 363 - 386, 2003.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Nível de evidencição x custo da dívida das empresas brasileiras**. Revista de Contabilidade e Finanças da USP. São Paulo, v. 20, n. 49, jan./abril 2009.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2010. 244 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm- Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil (February 1, 2008). Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>.

MARTINEZ. Antônio Lopo. **"Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 2002.

MARTINEZ, A. L.; RAMOS, G. M. Governança Corporativa e *Earnings Management*. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v.1, No. 6, p. 143-164, 2006.

MAZUMDAR, Sumon C.; SENGUPTA, Partha. **Disclosure and the loan spread on private debt**. Financial Analysts Journal, v. 61, n. 3, 2005.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos. **Fatores determinantes do preço de emissão primária de debêntures no Brasil: uma análise exploratória**. Dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 2006.

_____, Eduardo Vieira dos Santos. **Formação do preço de debêntures no Brasil**. 2011. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

PIMENTEL, Renê C.; PERES, Edna F.; LIMA, Gerlando A.S.F. de. **O mercado de Debêntures e o Financiamento Produtivo no Brasil: uma Análise de Cointegração e Causalidade**. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 5, n. 11, 2011, p. 4-22.

RICHARDSON, R. J *et al.* **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 3ª edição, 1999.

SAITO, R.; SHENG, H. H.; BANDEIRA, M. L. Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil. **Revista de Administração**, Universidade de São Paulo, v. 42, n. 3, p. 280-292, 2007.

SALMASI, S. Vidal. **Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil**. Dissertação (Mestrado) apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 2007.

SANTOS, Edilene Santana; CALIXTO, Laura. Impactos do início da harmonização contábil internacional (Lei n. 11.638/07) nos resultados das empresas abertas. **RAE - eletrônica**, v. 9, n. 1, art. 5, jan./jun. 2010.

SANVINCENTE, Antonio Z.. A Evolução Recente do Mercado Primário de Debêntures. **Revista da CVM**. São Paulo: 2001.

SCHUMPETER, J.A. Theory of Economic Development. **Cambridge, MA: Harvard University Press**, 1934.

SECURATO, J. R.; SILVA, A. C. D.; ODA, A. L.; OLIVEIRA, E. F. de; MALUF FILHO, J. A.; FUENTES, J.; PERERA, L. C. J.; FRALETTI, P. B.; VEIGA, R. P.; ROCHA, R. H. **Cálculo Financeiro das Tesourarias - Bancos e Empresas**. 3. ed. São Paulo: Saint Paul, 2006.

SECURATO, J. R. **Crédito: análise e avaliação do risco – pessoas físicas e jurídicas**. São Paulo: Saint Paul, 2002.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, out. 1998.

SHENG, Hsia H.; SAITO, Richard. Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, v.40, n.2, p.193-205, abr./mai./jun. 2005

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, jun. 1997, p. 737-783.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **O mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil**. Relatório Econômico. Rio de Janeiro: Andima-Coppead, 2008.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes da. **Adoção Completa das IFRS No Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SODERSTROM, Naomi S.; SUN, Kevin J. IFRS adoption and accounting procedure quality: a review. **European Accounting Review**, v. 16, n. 4, 2007.

TARCA, A.; MOY, M.; MORRIS, R. An investigation of the relationship between use of international accounting standards and source of company finance in Germany. 2005. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em 20 Jan. de 2014.

TWEEDIE, D. Prepared statement of Sir David Tweedie, Chairman of the International Accounting Standards Board before the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament 2006. Disponível em <<http://www.iasplus.com/resource/0601tweedieeuspeech.pdf>>. Acesso em 03 Fev. de 2014.

VALLE, Maurício Ribeiro do. **O custo de captação nos mercados americano de bonds e internacional de eurobonds: uma análise das maiores empresas do setor de Papel & Celulose**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 2000.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. *Positive accounting theory: a ten year perspective*. **The Accounting Review**. v. 65, n. 1. p. 131-156, Jan. 1990.

WEFFORT, Elionor Farah Jreige. **O Brasil e a harmonização contábil internacional: influências dos sistemas jurídico e educacional, da cultura e do mercado**. 2003. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**, São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ZHOU, Haiyan; XIONG, Yan; GANGULI, Gouranga. Does the adoption of International Financial Reporting Standards restrain earnings management? Evidence from an emerging market. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 13, p. 43-56. 2009.

Ratings de Dívidas de Longo Prazo

Ratings de Dívidas de Longo Prazo							
Classe de Investimento	Rating geral	Rating específico	Austin Rating	Fitch Ratings	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Definição
Melhores classificações (<i>Investment grade</i>)	1	1	brAAA	AAA (bra)	Aaa.br	brAAA	É o mais alto <i>rating</i> , o qual é atribuído ao “melhor” risco de crédito comparado a todos os outros emissores ou emissões do mesmo país. A capacidade do devedor em cumprir seus compromissos financeiros relativos à obrigação em comparação com outros devedores
		2	brAA	AA (bra)	Aa1.br, Aa2.br, Aa3.br	brAA	<i>Rating</i> cujo risco de crédito é muito baixo comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país, ou seja, a capacidade em honrar os compromissos financeiros relativos à obrigação é forte - as garantias são muito fortes.
		3	brA	A (bra)	A1.br, A2.br, A3.br	brA	O risco de crédito característico é baixo comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país (qualidade de crédito acima da média). Entretanto, mudanças adversas nas condições dos negócios, econômicas ou financeiros têm maior probabilidade de afetar a
		4	brBBB	BBB (bra)	Baa1.br, Baa2.br, Baa3.br	brBBB	Caracteriza um adequado risco de crédito comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país (qualidade de crédito média). Mas o pagamento pode ser afetado por mudanças adversas nas condições dos negócios, econômicas ou financeiras. As garantias são ad
Classe especulativa	2	5	brBB	BB (bra)	Ba1.br, Ba2.br, Ba3.br	brBB	Denota um risco de crédito relativamente fraco comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país (qualidade de crédito abaixo da média). No âmbito nacional, a capacidade de pagamento dessas obrigações é incerta e permanece mais vulnerável à mudanças
		6	brB	B (bra)	B1.br, B2.br, B3.br	brB	O risco de crédito característico é significativamente fraco (maior vulnerabilidade à inadimplência) comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país. A longo prazo a margem de segurança permanece limitada e a manutenção da capacidade de pagamento d
Default	3	7	brCCC, brCC, brC	CCC (bra), CC (bra), C (bra)	Caa1.br, Caa2.br, Caa3.br, Ca.br, C.br	brCCC, brCC, brC	Tais categorias denotam um risco de crédito vulnerável das obrigações brasileiras, em que CCC é menos vulnerável à inadimplência do que CC, que é altamente vulnerável, e C condiz a uma situação crítica. A capacidade de honrar os compromissos depende da co
		8	-	DDD (bra), DD (bra), D (bra)	-	brD	Estas categorias de rating Nacional são atribuídas a emissores ou obrigações que estão inadimplentes no momento. Além disso, esta categoria também será utilizada quando os pagamentos estiverem comprometidos.