

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**DISCLOSURE DAS PROVISÕES: A RELAÇÃO ENTRE AS OBRIGAÇÕES DE
PRAZOS OU VALORES INCERTOS E OS RATINGS CORPORATIVOS**

UBERLÂNDIA

2021

HENRIQUE SOARES DE SOUZA SANTOS

**DISCLOSURE DAS PROVISÕES: A RELAÇÃO ENTRE OBRIGAÇÕES DE
PRAZOS OU VALORES INCERTOS E OS RATINGS CORPORATIVOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Denise Mendes da Silva

UBERLÂNDIA

2021

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

S237 2021	<p>Santos, Henrique Soares de Souza, 1984- DISCLOSURE DAS PROVISÕES: A RELAÇÃO ENTRE OBRIGAÇÕES DE PRAZOS OU VALORES INCERTOS E OS RATINGS CORPORATIVOS [recurso eletrônico] / Henrique Soares de Souza Santos. - 2021.</p> <p>Orientadora: Denise Mendes Silva. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-graduação em Ciências Contábeis. Modo de acesso: Internet. Disponível em: http://doi.org/10.14393/ufu.di.2021.240 Inclui bibliografia. Inclui ilustrações.</p> <p>1. Contabilidade. I. Silva, Denise Mendes, 1978-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós- graduação em Ciências Contábeis. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU: 657</p>
--------------	--

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091

HENRIQUE SOARES DE SOUZA SANTOS

DISCLOSURE DAS PROVISÕES: A RELAÇÃO ENTRE OBRIGAÇÕES DE PRAZOS
OU VALORES INCERTOS E OS RATINGS CORPORATIVOS

Dissertação aprovada para a obtenção do título de Mestre do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Uberlândia (MG) pela banca examinadora formada por:

Uberlândia, 26 de fevereiro de 2021.

Prof^ª. Dr^ª. Denise Mendes da Silva, UFU/MG

Prof^ª. Dr^ª. Lisia de Melo Queiroz, UFU/MG

Prof. Dr. Andrei Aparecido de Albuquerque, UFSCAR/SP



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Ciências Contábeis				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico, número 093 - PPGCC				
Data:	26 de fevereiro de 2021	Hora de início:	14h00	Hora de encerramento:	16h00
Matrícula do Discente:	11912CCT009				
Nome do Discente:	Henrique Soares de Souza Santos				
Título do Trabalho:	DISCLOSURE DAS PROVISÕES: A RELAÇÃO ENTRE AS OBRIGAÇÕES DE PRAZOS OU VALORES INCERTOS E OS RATINGS CORPORATIVOS				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade Financeira				

Reuniu-se virtualmente, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores Doutores Lígia de Melo Queiroz (UFU); Andrei Aparecido de Albuquerque (UFSCAR) e Denise Mendes da Silva (UFU), orientadora do candidato.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Professora Dra. Denise Mendes da Silva, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir a presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

APROVADO

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Denise Mendes da Silva**, **Professor(a) do Magistério Superior**, em 26/02/2021, às 20:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº](#)

[8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



Documento assinado eletronicamente por **Lisia de Melo Queiroz, Professor(a) do Magistério Superior**, em 26/02/2021, às 21:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



Documento assinado eletronicamente por **Andrei Aparecido de Albuquerque, Usuário Externo**, em 01/03/2021, às 11:20, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2578054** e o código CRC **E0C1D681**.

Dedico este trabalho aos meus pais.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus por tudo que tenho e sou.

À minha família, pelo apoio incondicional.

À Profa. Dra. Denise Mendes da Silva, pela orientação.

Aos Professores da banca avaliadora, Profa. Dra. Lisia de Melo Queiroz e Prof. Dr. Andrei Aparecido de Albuquerque, pela disponibilidade em contribuir e pelas críticas construtivas.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Uberlândia (PPGCC/UFU), pela dedicação e conhecimento disseminado.

“Toda verdade passa por três estágios. No primeiro, ela é ridicularizada. No segundo, é rejeitada com violência. No terceiro, é aceita como evidente por si própria.”

Arthur Schopenhauer

RESUMO

A contabilização de obrigações corporativas, diante da possibilidade da ocorrência de eventos futuros, permite certa flexibilidade aos preparadores das demonstrações contábeis. Esta flexibilidade, advinda da subjetividade das normas contábeis, envolve riscos medidos por critérios determinados pela empresa referentes aos aspectos operacionais e financeiros. As obrigações de prazos ou valores incertos, reconhecidas nos demonstrativos, trazem parte desses aspectos que podem impactar a capacidade futura de honrar os compromissos corporativos. Diante disso, o objetivo geral desta pesquisa foi verificar a relação do reconhecimento dos valores das provisões e o *rating* de crédito atribuído pela *Standard & Poor's* às empresas abertas, não financeiras, com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão; no período de 2010 a 2019; ampliando o entendimento do *value relevance* das provisões; provendo evidências empíricas do papel moderador do reconhecimento destas nas demonstrações contábeis. A análise se apoiou nos fundamentos teóricos elencados pela Teoria do *Disclosure*, sobretudo no que diz respeito às mudanças das normas contábeis introduzidas a partir de 2010, tendo o CPC 25, embasado no IFRS como mecanismo de transparência e qualidade das obrigações de valores ou prazos incertos que podem afetar os indicadores de desempenho, reputação social e ambiental das empresas. Para atingir o objetivo da pesquisa foi utilizada a regressão logística multinomial, tendo como variável dependente o *rating* de crédito das empresas e demais variáveis independentes evidenciadas pela literatura, acrescido da variável liquidez provisionada. Dentre os principais resultados na modelagem, verificou-se que as provisões exercem mais influência nos resultados das categorias dos *ratings* de qualidade inferiores na amostra avaliada. Foi possível constatar um aumento nos valores de provisões, nos balanços das empresas que reconheceram tal elemento contábil ao longo de 10 anos da vigência da norma. Tal fato pode ter sido decorrente do processo de aprendizagem da aplicação das normas, como também, pelo aumento da exploração ambiental e de litígios em que estas se envolveram, embora o reconhecimento ainda esteja em parte centrado nas contas de longo prazo, sem a devida alocação entre contas distinguindo os tipos de valores. Como contribuições deste trabalho destaca-se que, apesar da necessidade de melhorias na evidenciação e reconhecimento de provisões, há evidências de que uma agência tradicional de análise de crédito possa utilizar os valores provisionados como determinante de qualidade de crédito, o que pode sugerir que estes sejam considerados na análise de credores no Brasil.

Palavras-chave: Provisões. CPC 25. IFRS. Ratings.

ABSTRACT

Accounting for corporate obligations in view of the possibility of future events allows flexibility for accountants. This flexibility, arising from the subjectivity of accounting standards, involves risks measured by criteria determined by the entity regarding operational and financial aspects. The obligations under uncertainty of terms or amounts, recognized in the statements include part of these aspects that might impact the future ability to honor corporate commitments. The main objective of this research is to verify the relationship between the recognition of the provision values and Standard & Poor's credit rating assigned to non-financial traded companies, with shares in Brazil, Bolsa, Bacão in the period from 2010 to 2019. Hence expanding the understanding of the relevance of provisions, empirical evidence of the moderating role of recognition in accounting accounts. The analysis was based on the theoretical basis of the Disclosure Theory, especially with regard to changes in accounting standards introduced in 2010, with CPC 25, based on IFRS, as a mechanism for transparency and quality of information of obligations under uncertainty of terms or amounts that may affect the performance indicators, social and environmental reputation of the firms. In order to achieve the objective of research, a multinomial logistic regression was set by using as dependent variable the credit rating of the companies and other independent variables evidenced by the literature and addition of the variable "provisioned liquidity". Among the main results in the modeling it was found that the provisions have more influence on the results of the categories of lower quality classifications in the evaluated sample of Brazilian companies. It was possible to verify an increase in the values of provisions in the balance sheets of firms that recognize the accounting element over the 10 years of the validity of the standard. It may be due to the learning process for the application of IFRS, as well as the increase in the environmental exploration and the litigations in which the companies have been sued, although still focused on long-term accounts, without proper allocation between accounts by distinguishing the types of values. As contributions of the research, it is noteworthy that, despite the need for improvements in the disclosure and recognition of provisions, there is evidence that a traditional CRA may use provision amounts as a determinant of credit quality, which may suggest that these are considered in the analysis of creditors in Brazil.

Keywords: Provisions. IFRS. CPC25. Rating.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1	Fatores de risco da S&P para <i>ratings</i> corporativos.....	28
QUADRO 1	<i>Rating</i> de crédito das agências de risco.....	29
QUADRO 2	Histórico de <i>rating</i> da dívida do Brasil.....	30
QUADRO 3	Critérios e níveis de governança corporativa.....	41
QUADRO 4	Tratamento contábil do pronunciamento técnico CPC 25.....	47
QUADRO 5	Itens das provisões requeridos pela norma CPC 25.....	48
GRÁFICO 1	Provisões de curto e longo prazos das empresas entre 2015 e 2019.....	52
GRÁFICO 2	Número de divulgações de provisões entre 2015 e 2019.....	53
GRÁFICO 3	Representatividade das provisões totais entre 2015 e 2019.....	54
GRÁFICO 4	Média de provisões totais por segmento Bovespa – 2019.....	55
GRÁFICO 5	Média de provisões totais por segmento Bovespa – 2015.....	56
FIGURA 2	Desenho da pesquisa.....	65
QUADRO 6	Variável categorizada e grau <i>rating</i>	67
QUADRO 7	Indicadores econômico-financeiros.....	68

LISTA DE TABELAS

TABELA 1	Estatística descritiva.....	70
TABELA 2	Teste de normalidade.....	71
TABELA 3	Teste de correlação.....	72
TABELA 4	Resumo de processamento.....	74
TABELA 5	Critério de informação.....	74
TABELA 6	Medidas de ajuste do modelo.....	75
TABELA 7	Teste parâmetros estimados.....	76
TABELA 8	Categoria prevista.....	77

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CICA	<i>Canadian Institute of Chartered Accountants</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRA	<i>Credit Rating Agency</i>
CRC	Conselho Regional de Contabilidade
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EC	Estrutura Conceitual
FASB	<i>Financial Accounting Standard Board</i>
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FR	Formulário de Referência
US GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IAS	<i>International Accounting Standard</i>
IASB	<i>International Accounting Standard Board</i>
IBRACON	Instituto Brasileiro dos Auditores Independentes do Brasil
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>Internacional Financial Reporting Standards</i>
PwC	PricewaterhouseCoopers
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1	Abordagem teórica: evidenciação contábil.....	21
2.2	<i>Rating</i> e seus determinantes.....	26
2.3	Crédito, <i>rating</i> e governança corporativa.....	38
2.4	Disclosure: provisões e passivos contingentes.....	45
2.5	Value Relevance.....	60
3	ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	65
3.1	Amostragem, coleta e processamento de dados.....	66
3.2	Construção das variáveis de pesquisa e modelo.....	66
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA.....	70
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
	REFERÊNCIAS.....	81
	APÊNDICE A – Empresas integrantes da amostra.....	95
	APÊNDICE B – Histórico de <i>ratings</i>	96

1 INTRODUÇÃO

A mudança no enfoque da contabilidade brasileira, antes baseada em regras, para uma fundamentada em princípios definidos pelo *International Financial Reporting Standards* (IFRS), necessariamente elevou a capacidade de julgamento dos preparadores das demonstrações contábeis (SALOTTI et al., 2015). Diante desta prática contemporânea, o reconhecimento, a mensuração e a divulgação de obrigações de valores ou prazos incertos, descritas como provisões, alinharam-se às diretrizes mundialmente aceitas, embasadas na *International Accounting Standard 37* (IAS), Norma Contábil Internacional número 37.

Neste contexto, o rompimento da barragem de Fundão da Samarco Mineração S.A., em 2015, no Brasil, foi um exemplo de caso que gerou obrigações de valores ou prazos incertos e que impactou as atividades da empresa, setor, país e mundo (LEMOS et al., 2019). Tal ocorrido gerou perdas ambientais, sociais e materiais que resultaram em provisões de R\$10 bilhões, em 2015, contabilizados nas regras do IFRS definidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis 25 (CPC) (SAMARCO, 2015), e resultou na redução de 35% da produção minerária no país, de U\$40 bilhões, em 2014, para U\$26 bilhões no ano seguinte e aumentou o preço do minério em 16% (LEMOS et al., 2019).

Além do prejuízo de R\$ 5,84 bilhões à respectiva empresa, uma *joint venture* entre Vale S.A. e BHP Billiton Brasil Ltda., o desastre levou à quebra de limites de endividamento determinados em contrato com credores, o que levantou, conforme a PwC, o questionamento quanto a capacidade operacional da empresa (ROSTÁS, 2016). Uma vez que tais limites, definidos em cláusulas restritivas contratuais, juntamente com o retorno esperado relativo ao risco, são meios complementares pelos quais credores mitigam o risco de inadimplência (KONHART; SOARES, 2020), a contabilização das provisões pode ser relevante para a avaliação de crédito das empresas (CAPRIOTTI; WALDRUP, 2005; LAGRANGE; VIGER; ANANDARAJAN, 2015).

Para sustentar a avaliação de tais riscos, organizações com origem no início do século XX já esboçavam a importância do mercado financeiro ser munido de informações financeiras das empresas (CANTOR; PACKER, 1995). Antes mesmo da concepção de todo o sistema de padrões contábeis, estruturados ao longo de décadas, tais organizações conhecidas como agências de classificação de crédito, também denominadas agências de *rating* ou *credit rating agencies* (CRAs), já exerciam importante papel no financiamento corporativo. E como tais, são um dos principais usuários externos (KISGEN, 2019) e interessados na qualidade das informações contábeis (JORION; SHI; ZHANG, 2007).

Sendo as CRAs instituições privadas especializadas em elaborar e disponibilizar pareceres de riscos de créditos de empresas, autarquias governamentais, títulos de dívidas, entre outros, de acordo com Graham e Harvey (2001), 57% dos gestores financeiros, vulgus *Chief Financial Officers* (CFO), consideram suas avaliações como importantes ou muito importantes na decisão sobre financiamentos. Assim, embora a *Securities and Exchange Commission* (SEC) tenha expandido a lista de CRAs aptas a exercer, no mercado americano, a atividade de análise de crédito, três agências de classificação de crédito têm dominado o mercado: Moody's, Standard & Poor's (S&P) e Fitch (RAMAKRISHNAN; SCIPPIO, 2016).

Tal importância é evidenciada nos demonstrativos financeiros pelos quais algumas empresas divulgam, voluntariamente, os *ratings* emitidos pelas CRAs em notas explicativas. No caso da Samarco, havia a divulgação dos *ratings* emitidos pela S&P e Fitch no balanço anterior ao desastre (SAMARCO, 2015). No entanto, após o fato, tal informação foi omitida (SAMARCO, 2016) o que sugere que a amplitude dos impactos de tais eventos, como os ocasionados pelo rompimento, que geram obrigações de prazo ou valores incertos, possa influenciar, mesmo que indiretamente, o processo de emissão e/ou divulgação dos *ratings*.

Sabe-se que empresas podem estar expostas a cláusulas contratuais advindas das mudanças dos *ratings*, que podem resultar, por exemplo, na recompra de títulos de dívidas em caso de perda de determinado nível de qualidade de crédito (KISGEN, 2006). Acrescenta-se a isso, a possibilidade de leis subordinarem os direitos de credores à remediação e custos de reparo dos passivos contingentes e provisões (SCHNEIDER, 2011).

Conforme Jorion, Liu e Shi (2007) a relevância do valor dos índices contábeis tradicionais se reduziu à medida que a manipulação dos dados cresceu, principalmente por aquelas empresas consideradas boas pagadoras pelas CRAs. Tal manipulação, conhecida como gerenciamento ou suavização de resultados, definida também como contabilidade criativa, pode ser feita pelo reconhecimento de passivos com valores ou prazos incertos devido à subjetividade no julgamento, utilizada pelos gestores nas estimativas das prováveis perdas (LOPES; REIS, 2019). Potenciais passivos como estes podem estar camuflados, sendo incluídos com demais obrigações (LAGRANGE; VIGER; ANANDARAJAN, 2015).

Assim, profissionais da contabilidade desempenham função importante no aprimoramento da qualidade da divulgação dos relatórios e na conseqüente melhoria dos pareceres de riscos de crédito das CRAs, por meio de relatórios e divulgação das informações de todos os débitos, compromissos e contingências incorridas pelas empresas privadas e entidades públicas (KAPLAN, 2011). White (2010) reconhece que a função das CRAs tem sido moldada por fatores regulatórios, após a Crise de 1929, os *ratings* de crédito se tornaram,

por força de lei, requisitos e incentivos às instituições financeiras regulamentadas a investir. De acordo com o citado autor, as excelentes reputações estabelecidas pelas CRAs com suas avaliações de riscos de crédito corporativos e governamentais, significavam que muitos credores e investidores, regulamentados ou não, tomavam decisões embasadas nos *ratings* destas emitidos para os títulos relacionados às hipotecas.

A divulgação das informações contábeis torna-se relevante devido estas serem a ponte entre gestores e participantes do mercado em geral, incluindo credores que as utilizam para qualificar a probabilidade de inadimplência das empresas. A necessidade da divulgação contábil financeira surge do problema de assimetria de informação e dos conflitos de agências entre administração, credores e investidores externos (HEALY; PALEPU, 2001; JENSEN; MECKLING, 1976). Contudo, a contabilização dos passivos e obrigações da organização requer conhecimento da essência de negócios no qual a firma detém operações para determinar os riscos que podem gerar o aparecimento de mais obrigações. A informação privada referente a essa essência é um determinante importante da estrutura financeira (MYERS; MAJLUF, 1984). “A eficácia de uma empresa em identificar, administrar e realizar provisões para riscos contingentes pode surgir se importantes processos judiciais forem perdidos, podendo levar a uma avaliação de crédito negativa.” (S&P, 2013b, p.42).

Hart (2001) compreende que, se por um lado, as partes contratantes, como gestores e credores, não detêm capacidade total em especificar quais decisões devam ser tomadas em caso da ocorrência de contingências futuras advindas de fatos improváveis, por outro lado, estes podem definir, com antecedência, um processo de tomada de decisão que perpassa pela escolha da estrutura financeira. Para o autor, embora os credores não possuam o direito de escolha do conselho diretor para tomar decisões diretamente na empresa, estes podem ter o direito de solicitar a apreensão e a interrupção das atividades da empresa em caso de inadimplência. Se a empresa entrar em processo de falência, os credores podem exercer alguns dos poderes dos proprietários (HART, 2001).

Christensen et al. (2015) reconhecem que esta qualidade contábil pode ser avaliada por fatores relacionados ao gerenciamento de resultados e pontualidade do reconhecimento de obrigações e perdas. Para estes autores, embora grande parte da literatura assevere que a adoção do IFRS melhore a qualidade das informações contábeis, é possível afirmar que uma melhor aplicação das normas também esteja vinculada a fatores intrínsecos aos que demandam o crédito. Firms que detêm relacionamento próximo de credores podem ter menos incentivos na adoção ampla das IFRS (CHRISTENSEN et al., 2015).

Para Frost (2007), as melhorias na evidenciação contábil resultantes dos avanços das normas não são significativas para os avaliadores de risco de crédito, já que credores e CRAs compensam a falta de transparência com o acesso privado a informações restritas. Contudo, de acordo com Altman e Rijken (2006), as CRAs têm sido criticadas devido à demora em atualizar os *ratings*, embora investidores busquem algum nível de estabilidade, e não desejem mudanças ocasionadas por pequenos ruídos nas condições financeiras. As CRAs podem ser uma boa fonte de informações aos investidores sem acesso privilegiado (NG, ARIFF, 2019).

Sabe-se que a avaliação da qualidade de crédito corporativo tem sido realizada pelo uso de indicadores e valores financeiros (BEAVER, 1998), e parte destes é resultado do uso de valores dos passivos genuínos das empresas, o que tem se mostrado relevante em estudos nacionais (BRITO; ASSAF NETO, 2008; MINARDI; SANVICENTE; ARTE, 2006; PEREIRA; MARTINS, 2015) e internacionais (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; BLUME; LIM; MACKINLAY, 1998). Entretanto, para passivos de valores ou prazos incertos, como aqueles originados de litígios fiscal, trabalhistas, cíveis e ambientais, que são reconhecidos, mensurados e divulgados pelas normas contábeis IAS37/CPC25, pode haver incerteza quanto ao momento e valores contabilizados, bem como quais informações a serem divulgadas para satisfazer às necessidades de credores (LAGRANGE; VIGER; ANANDARAJAN, 2015). Tais incertezas que demandam avaliação da habilidade de pagamento dos devedores fazem emergir a seguinte indagação: **Qual a relação entre o reconhecimento das obrigações de prazos ou valores incertos como provisões, e os *ratings* corporativos das companhias abertas brasileiras?** Diante disso, o objetivo geral do estudo é investigar a relação do reconhecimento de obrigações de prazos ou valores incertos e os *ratings* corporativos das companhias listadas na B3.

A pesquisa se direciona para a contribuição da análise das obrigações de prazos ou valores incertos uma vez que estes têm atraído à atenção de profissionais do mercado financeiro, visto que o ato de omitir obrigações ou subavaliar ou superavaliar seus valores distorce a avaliação dos resultados do período, que, conseqüentemente, afetam a avaliação da capacidade de pagamento de obrigações, impostos, distribuição de dividendos e o patrimônio líquido da entidade (BAUMAN, 2003).

A heterogeneidade das obrigações é uma característica comum das pesquisas e análises da realidade, assim, este estudo se justifica por apresentar um campo de análise dos balanços das empresas quando estes revelam dívidas estruturadas em uma variedade de obrigações com diversas exigências de saída de fluxos, incertezas de valores e provisões de controle em caso de inadimplência (RAUH; SUFI, 2010). E tal estrutura de capital composta

por ações é também influenciada pelas mudanças nas avaliações de créditos representadas pelos *ratings* (KISGEN, 2006).

As informações que compõe essas obrigações das empresas junto a terceiros, devem representar, de forma clara, os acordos financeiros existentes, para que os credores tenham dados que indiquem o contexto econômico-financeiro da firma. Tem-se intensificado a crítica às empresas por desenvolverem processos para omitir alguns tipos de obrigações, posto que os autores acreditem que alguns analistas não fazem o uso das informações apresentadas em notas explicativas (SENGUPTA; WANG, 2011).

A necessidade de maior consistência no tratamento de obrigações provisionadas e contingenciadas tem atraído à atenção dos formuladores dos padrões contábeis (LOPES; REIS, 2019). Parte dessas obrigações é decorrente de leis fiscais e tributárias complexas, e legislações ambientais, em países, como o Brasil, que impactam as operações das empresas (MESQUITA; CARMO; RIBEIRO, 2018) e podem ser relevantes na precificação das dívidas corporativas (SCHNEIDER, 2011).

Mudanças nos padrões de relatórios contábeis que definem normas de reconhecimento, mensuração e divulgação de tais obrigações são questionadas, uma vez que envolvem a necessidade de julgamento e impactam a análise das firmas (SCHNEIDER; MICHELON; MAIER, 2017). Healy e Palepu (2001) pontuam que uma área de pesquisa promissora está relacionada em avaliar qual tipo de padrão contábil é provavelmente mais útil a cada perfil de *stakeholder*. Se os padrões baseados em julgamentos na seleção dos métodos de relatórios são mais úteis do que aqueles que produzem informações baseadas em vias de regras claras. O que justifica a pesquisa no uso das informações e valores reconhecidos dos passivos com prazos ou valores incertos para a determinação de *ratings* emitidos pelas CRAs devido o certo grau de subjetividade na definição de tais obrigações

De acordo com Kaplan (2011), risco é um dos assuntos mais relevantes de estudos na área acadêmica de contabilidade financeira, uma vez que este envolve a realidade na qual as empresas estão inseridas. A abordagem investigatória de risco é importante para instituições financeiras, reguladores, consultores, investidores e demais *stakeholders* os quais podem compreender melhor os fatores que determinam a possibilidade de inadimplência de entidades originadas em mercados subdesenvolvidos.

Comparando acionistas e credores, conforme Myers (1977), estes últimos são mais afetados pelas informações contábeis. O acionista, como proprietário de ações, possui o direito de opção de venda a preço de exercício igual ao preço da empresa, já os credores,

detêm preferência na situação de liquidação da firma, deste modo, os acionistas tendem a ser menos afetados ao risco de perda comparando as expectativas de ganhos.

Dito isso, não foram localizados estudos que abordem, especificamente, a relação entre o reconhecimento de provisões e a determinação das avaliações de crédito corporativas no Brasil. Portanto, demonstrar a relação entre obrigações de prazos ou valores incertos com os *ratings* corporativos, especificando a participação dessas variáveis para a determinação dos *ratings* atribuídos por uma CRA reconhecida mundialmente, acresce à literatura correlata. Em âmbito prático, este estudo pretende contribuir com o conhecimento em específico, demonstrando a importância do julgamento profissional no reconhecimento das provisões, já que estes impactam a estrutura de capital das empresas o que pode implicar na obtenção de financiamentos junto a terceiros.

Os resultados desta pesquisa são importantes por várias razões. Primeiramente, estes podem demonstrar a utilidade dos novos padrões contábeis para as entidades preocupadas com a divulgação dos dados de provisões que representam, em certa medida, os riscos de reputação, legal e regulatório das empresas. Por conseguinte, mitigar os conflitos de interesses entre credores e devedores que é em parte conduzido pela formação dessa reputação (DIAMOND, 1989). Evidências empresariais são uma maneira de prestar contas de condutas (HEALY; PALEPU, 2001).

Além disso, a pesquisa direcionada aos credores enfatiza a necessidade de se ponderar os interesses entre credores e investidores no estabelecimento dos padrões contábeis no *Statement of Financial Accounting Concepts N° 1* (FASB, 1978). Os resultados podem ampliar a evidência da existência de algum conhecimento na relação entre as informações contábeis e os parâmetros do mercado de crédito. Políticas de governança que beneficiam acionistas não necessariamente beneficiam credores, assim como aquisições podem beneficiar os acionistas, mas prejudicar credores ao incluir mais dívidas (CREMERS; NAIR; WEI, 2007).

A dissertação encontra-se dividida em cinco capítulos, incluindo a introdução, seguida da apresetação do referencial teórico abordando os estudos que se relacionam com os temas principais, bem como a base teórica. No terceiro capítulo são apresentados os aspectos metodológicos justificando detalhes da análise empírica. Na sequência, o quarto capítulo apresenta e analisa os resultados, seguido das considerações finais do estudo e a lista de referências consultadas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Abordagem teórica: evidenciação contábil

O processo de divulgação das informações corporativas, vulgo *disclosure*, conforme Watts e Zimmerman (1978), a partir da literatura da teoria positiva da contabilidade, conhecida também como teoria das consequências econômicas por Holthausen e Leftwich (1983), busca esclarecer o que motiva gestores a realizar escolhas contábeis quando os mercados são eficientes na forma semi-forte. Nestes mercados, de acordo com Fama (1970), a avaliação dos ativos e empresas é influenciada, não apenas pela trajetória passada, mas também pela remanente informação divulgada em relatórios contábeis financeiros, anúncios sobre distribuição de lucros e dividendos, e demais acontecimentos relevantes divulgados.

Neste contexto de divulgação, a convergência internacional dos padrões contábeis, que busca a harmonização do trato com as informações financeiras entre países reduzindo a categorização incorreta, assim como, o processo de globalização são, em parte, resultado dos investimentos diretos de empresas em países fora de suas origens. Conforme Grubel (1971), tais investimentos objetivam fornecer portfólios de produtos mais eficientes às empresas que se dispõem a ampliar seus limites de atuação. Em termos econômicos, para o autor, os investimentos diretos tendem a influenciar a conduta do mercado, que amplia o reconhecimento da dependência mútua de mercados, a essência do oligopólio além das fronteiras nacionais. Da mesma forma, tende, de maneira geral, a equalizar a taxa de retorno sobre o patrimônio em um determinado setor em todos os países onde a produção realmente ocorre. (GRUBEL, 1971).

Grubel (1971) mostra ainda os ganhos advindos da atuação internacional das empresas, utilizando-se de um modelo em um contexto com dois países e dois ativos. Para o autor, carteiras de produtos e atuação em mercados internacionais fornecem uma maior taxa de retorno para um determinado nível de risco ou menor nível de risco para uma determinada taxa de retorno. Essa diversificação internacional, de acordo com Robbins e Stobaugh (1973) pode reduzir o custo médio ponderado do capital e também a volatilidade do fluxo de caixa, resultando em menor custo de dívida e probabilidade de insolvência, o que reduz o risco.

Disclosure, também mencionado como evidenciação na língua portuguesa, é reconhecido como qualquer forma deliberada de prestar informações financeiras (e não financeiras), independentemente de estas serem numérica ou qualitativa, obrigatória ou voluntária, ou através de vias formais ou informais (GIBBINS; RICHARDSON;

WATERHOUSE, 1990). Há diversos meios pelos quais as empresas noticiam informações direcionadas não somente aos credores, mas também aos demais *stakeholders*. Destas fontes informativas podem-se elencar departamentos de relações com investidores, teleconferências, relatórios intermediários, apresentações de analistas, prospectos, análises ambientais, *websites*, comunicados a imprensa, etc. No entanto, tais relatórios de resultados corporativos possuem conteúdo informativo se isso conseguir mudar as avaliações dos investidores que visualizam a possibilidade de distribuição de retornos futuros (BEAVER, 1968).

Diante da perspectiva do *disclosure*, o objetivo principal da corrente teórica positiva é pesquisar a função dos fatores políticos e contratuais na elucidação das escolhas da contabilidade, uma vez que existam assimetrias de informação que resultam em custos de agência (HEALY; PALEPU, 2010). Ao investigarem os determinantes econômicos dos relatórios financeiros de gestores e decisões de *disclosure*, os autores encontraram, usando a perspectiva contratual, evidências que mostram que decisões contábeis são influenciadas por contratos de empréstimos. A alavancagem contraída dos passivos tem sido *proxy* de contratação e monitoramento de custos de empréstimos (HOLTHAUSEN; LEFTWICH; 1983) e custos presentes na composição e execução de contratos, bem como os custos políticos do processo regulatório influenciam o processo de *disclosure* (WATTS; ZIMMERMAN, 1978).

De acordo com Healy e Palepu (2010), pesquisas usando a perspectiva de mercado de capitais consideram que as decisões de *disclosure* voluntário estão alinhadas aos fatores desse mercado, tais como as disputas de controle corporativas, a remuneração baseada em ações, os litígios, e custos proprietários. Os autores consideram dois tipos de contratos examinados pela literatura: os contratos que mediam o relacionamento entre empresa e seus credores, e contratos entre administradores e acionistas.

Ainda, conforme Healy e Palepu (2010), existem incentivos para as empresas aperfeiçoarem as escolhas entre os custos e benefícios da divulgação de forma voluntária a fim de se alcançar o nível eficiente de informações disponíveis aos usuários. Para Leuz e Wysocki (2008) há necessidade de entender melhor os motivos da evidenciação e regulamentação dos relatórios contábeis serem muito difundidas nas economias mais desenvolvidas. Observa-se, de acordo com os autores, que em mercados financeiros com economias bem-sucedidas, as atividades de divulgação são reguladas com frequência.

Além de menor custo de dívida, Reeb, Mansi e Allee (2001) evidenciam que empresas com operação em diversos países têm melhores avaliações de crédito. O custo do financiamento da dívida está inversamente relacionado ao grau de internacionalização da

empresa, diferentemente do *rating* de crédito da empresa que está positivamente relacionado ao grau de internacionalização da empresa. A existência de imperfeições de mercado e a capacidade das empresas de explorá-las são necessárias para que a diversificação multinacional beneficie a empresa, ou seja, reduza o custo de capital (CLARKSON; GUEDES; THOMPSON, 1996; FRANKEL; MCNICHOL; WILSON, 1995; REEB; MANSI; ALLEE, 2001; ROBBINS; STOBAUGH, 1973; SENGUPTA, 1998), bem como, maior valorização das ações no mercado de capitais (SCHROEDER; CLARK; CAHEY, 2001).

A teoria econômica embasada em evidências empíricas, juntamente com os modelos analíticos utilizados para descrever a realidade originaram a teoria do *disclosure*, e esta, de acordo com Dye (2001), um caso especial da teoria dos jogos, constituindo-se área de estudo positiva da contabilidade. Por meio da revisão da literatura de avaliação de crédito, verificou-se que não há uma teoria dominante que sustente a evidenciação das empresas, o que existem são teorias que se integram em diversos contextos. Entre as mais utilizadas, destacam-se: a teoria positiva da contabilidade, teoria da agência, teoria da divulgação e teorias embasadas na economia política, como a teoria institucional e a teoria da legitimidade.

A análise e interpretação empíricas das informações contábeis sem um embasamento teórico descritivo tornam limitadas as implicações das associações da literatura de *value relevance*. Sem teorias descritivas os resultados são apenas associações (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). Assim, embora Verrecchia (2001) considere que a falta de um paradigma central que distinga as pesquisas na área de *disclosure* seja um motivo de não haver uma teoria de divulgação ampla ou unificada, tem-se a “Teoria do *Disclosure*” que se sustenta na percepção de que as informações não divulgadas podem ser avaliadas como fatos desfavoráveis, neste caso, notas de créditos piores emitidas pelas CRAs. Tal teoria é categorizada em evidenciações baseadas em associações, discricionariedades e eficiências.

O *disclosure* reconhecido pela contabilidade tem passado por diversas transformações com a convergência dos países no uso dos padrões contábeis. Diante deste cenário, entre as diversas mudanças ocasionadas no contexto financeiro brasileiro, a Resolução CFC nº 1.055/2005, que instituiu o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), é considerada um fato histórico relevante. O comitê formalizado, uma vez encarregado da definição dos pronunciamentos técnicos, buscou incorporar os avanços da padronização contábil mediante a introdução da Lei nº 11.638/2007 (BRASIL, 2007), estreitando aspectos da contabilidade brasileira aos padrões internacionais. Tal movimento regulatório realizou importantes mudanças na Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações, 1976).

Ao instituir o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1) definiu-se a Estrutura Conceitual para mensuração, elaboração e evidenciação dos relatórios contábil-financeiros. A partir dessa estrutura, dentre diversos conceitos que permeiam a contabilidade, foi delimitada a definição de passivo como uma obrigação presente da entidade, derivada de eventos passados, cuja liquidação se espera que resulte na saída de recursos da entidade capazes de gerar benefícios econômicos. Passivos são originados pela obtenção de ativos e despesas pagas a prazo, ou de perdas ocasionadas, principalmente, por fatos que acarretam prejuízos a terceiros ou pelo não cumprimento de legislações, tais como: leis trabalhistas, fiscais, ambientais, dentre outros arcabouços jurídicos.

Com abordagem mais limitada, passivos podem ser considerados somente os direitos dos credores, não incluindo as obrigações com detentores de ações ou as quotas de capital vinculadas ao patrimônio líquido, nesse caso, ambos estariam sendo situados na categoria de subdivisão de uma classe ainda mais ampla. Existem fatores peculiares significativos entre as abordagens de avaliação do capital que é investido pelos sócios, proprietários ou acionistas, e aqueles de contas de origem de credores e financiadores externos à empresa.

O Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1) foi baseado na estrutura conceitual do *Internacional Accounting Standards Board* (IASB) que, em 2018, realizou mudanças com o objetivo de aperfeiçoar o reconhecimento, a mensuração e a divulgação das informações prestadas pelos emissores das demonstrações dos relatórios financeiros aos usuários externos (IASB, 2018). Nesta atualização, o IASB (2018), define passivo como uma obrigação presente da empresa em transferir um recurso econômico como resultado de eventos passados. A empresa é incapaz de evitar tal obrigação resultante de um dever e responsabilidade.

Assim sendo, evitando a dissimulação destes, a entrada em vigor da Deliberação nº 594/09, extinguindo a Deliberação nº 489/05, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), redefiniram-se as regras de divulgação das provisões, ativos e passivos contingentes no Brasil. Tal deliberação aprovou o CPC 25, e este estabeleceu os critérios internacionais apropriados de reconhecimento e mensuração de tais elementos contábeis. E assim, determinou-se que, a partir do exercício de 2010, as empresas com ações negociadas ao público deveriam seguir também tais diretrizes na divulgação dos demonstrativos contábeis (CPC 25, 2009).

Importante mencionar que o CPC 25 é parte da transição dos padrões contábeis brasileiros para o IFRS, e que esta transição se deu em duas fases: a primeira tendo como referência a Lei nº 11.638, do ano de 2007, sendo sucedida pelas deliberações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A segunda com a adoção inicial da Lei, que ocorreu a partir de 2008, e a introdução dos Pronunciamentos Contábeis, vulgo CPCs, de 1 a 14; e a adoção

completa dos CPCs, ocorrida a partir de 2010, redefiniram a contabilidade brasileira (SANTOS, 2012). Assim, tendo como referência, e utilizando-se adaptações do IAS 37, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis aprovou nesta segunda fase o CPC 25, norma atual brasileira para reconhecimento, mensuração e divulgação das provisões e dos passivos contingentes.

Embora a estrutura de capital, composta pelos passivos, tenha sido um dos principais assuntos estudados no meio acadêmico, pouca ênfase tem sido dada à composição desses débitos. Conforme Rauh e Sufi (2010), o fato de tratar as fontes de financiamento de forma homogênea impede de que se reconheça que a estrutura de dívida das empresas possa ser composta por instrumentos com características distintas, sendo que tais instrumentos de endividamento são caracterizados por diferentes aspectos que envolvam custos de transação, colateralidade, prioridade, incentivos aos gerentes, impacto sobre o fluxo de caixa, maturidade e origem (RAUH; SUFI, 2010). Para os autores a qualidade de crédito das empresas é diretamente relacionada à heterogeneidade de seus endividamentos. Empresas com boa qualidade de crédito dependem, quase exclusivamente, de dois níveis de capital: dívida sem garantia de ativos reais e patrimônio (ações). Por outro lado, empresas menos qualificadas fazem o uso de vários tipos de dívidas, incluindo títulos garantidos, títulos sem garantia e emissões subordinadas.

Ainda que os termos endividamento geral e alavancagem sejam vistos com frequência na literatura, as características dos passivos em geral não têm recebido a merecida atenção dos estudiosos, uma vez que parte dos passivos pode ser reduzida por meio da ocultação de dívidas, permitindo que a empresa mantenha valores não reconhecidos e nem descritos em notas, deste modo à relação entre passivos e ativos pode ser evidenciada sem a devida fidedignidade (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). De acordo com Graham, Harvey, Rajgopal (2005) tal manipulação pode transparecer que a empresa seja menos arriscada, de forma que gestores tentam influenciar os índices contábeis e induzam avaliadores de crédito a manter a classificação de risco da empresa em determinado nível.

O aperfeiçoamento da Estrutura Conceitual (EC) possibilita aos normatizadores definir eventos contábeis e econômicos de maneira apropriada ao que se propõe. Com o objetivo de mitigar a manipulação, que aumenta a assimetria da informação no mercado de capitais, conforme Lev (1988 apud Scott, 2009), normatizadores deveriam aperfeiçoar os padrões contábeis. No tocante as provisões, ativos e passivos contingentes, o IASB, como pontuado por Lopes e Reis (2019), suspendeu o IAS 37, a norma que corresponde ao CPC 25, até a devida finalização da revisão da estrutura conceitual, fato que reforça a necessidade de

pesquisas na área com o propósito de adicionar informação e conteúdo ao trabalho dos normatizadores contábeis.

Sabe-se que a qualidade da informação contábil é alcançada, em parte, pela fidedignidade desta, definida então pela Estrutura Conceitual como uma informação que deva representar fielmente a substância do fenômeno que ela pretende representar. Uma representação fiel é, na medida do possível, aquela que seja completa, neutra e livre de erros (IASB, 2018). Estabelecer o nível de incerteza de medição que afeta a fidedignidade da representação é fundamental na avaliação dos passivos (CPC 25, 2009).

A fidedignidade é reconhecida como essencial na evidenciação dos relatórios realizados pelos preparadores dos demonstrativos contábeis, porque as decisões dos usuários externos, suportadas por todo um amplo sistema de análise, utilizam estes dados para qualificar entidades (FLOROU; KOSI; POPE, 2017).

Scott (2009) observa que em se tratando de transações comerciais, tendo como embasamento termos econômicos da informação, determinadas partes podem deter informações que se traduzem em vantagens em relação a terceiros, o que significa assimetria de informações. Nas empresas, gestores possuem informações a respeito das condições reais da entidade, e também quanto a sua perspectiva de curto, médio e longo prazo. Sendo assim, a valorização dos ativos das empresas, bem como a ocultação de passivos, conforme Scott (2009), podem resultar do comportamento oportunista derivado da retenção de informação por uma das partes, ou de uma possível gerência no tocante ao conteúdo informacional evidenciado aos investidores.

Para Daske et al. (2008), embora a introdução do IFRS tenha representado uma mudança significativa na contabilidade mundial, os benefícios advindos do mercado de capitais surgem apenas em países nos quais as empresas possuem estímulos à transparência. Acredita-se que isto ocorra em nações em que existam regras relativamente rigorosas de *enforcement*, e o ambiente institucional disponha de fortes incentivos às firmas reportarem com qualidade os relatórios financeiros. Desta forma, o aumento relevante na qualidade dos relatórios contábeis é acompanhado por melhorias nas avaliações de créditos corporativas (HEFLIN; SHAW; WILD, 2011).

2.2 Rating e seus determinantes

A história das notas de crédito, vulgo *ratings*, é intrínseca ao surgimento das CRAs, tendo como precursores os americanos Henry Varnun Poor (1812-1905) e John Moody (1868-

1958). Poor, editor da *American Railroad Journal*, publica o *Poor's Manual of Railroads of the United States* em 1868, sendo considerado um novo sistema de contabilidade, resultado de um compilado de informações públicas das companhias ferroviárias americanas que facilitou a supervisão de transações financeiras e recursos administrados por funcionários, condutores, gerentes de manutenção e agentes de frete (CHANDLER, 1956). Moody, nas suas funções de jornalista, sendo um empreendedor perspicaz com aguçado senso das necessidades informacionais dos investidores, se destaca ao publicar, em 1900, o *Moody's Industrial Manual* (CANTOR; PACKER, 1995; MOODY'S, 2019).

Tal manual tinha por finalidade prover conhecimentos e estatísticas sobre ações e títulos de instituições financeiras, agências governamentais, manufatura, mineração, serviços públicos e empresas de alimentos (MOODY'S, 2019). Pesquisas seminais centradas em fatores determinantes de *bond ratings*, como a de Fisher (1959), somente foram possíveis devido à confiabilidade dos dados disponíveis no *Moody's Industrial Manual*.

A influência de Moody foi de tal forma relevante, chegando ao ponto de, em 1924, os *ratings* emitidos de suas análises cobrirem quase 100% do mercado de títulos dos EUA. Mesmo durante a crise de 1929, caracterizada como a Grande Depressão, quando as taxas de inadimplência dos títulos dispararam, Moody continuou a publicar e a monitorar os *ratings*, sendo que desses títulos avaliados poucos foram liquidados em delicado momento (MOODY'S, 2019).

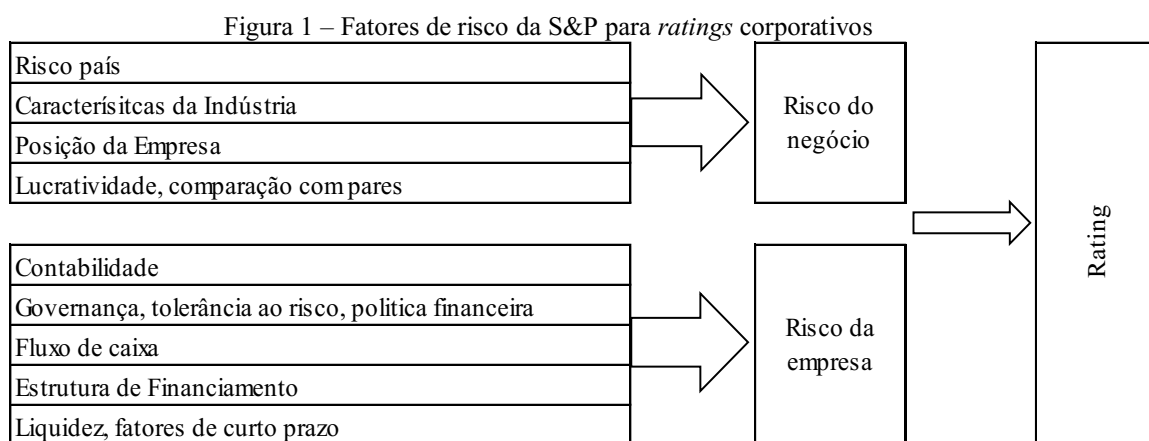
A importância dos *ratings* está na capacidade de influenciar a determinação de prêmios de risco e o valor de mercado dos títulos de dívidas das empresas (WEST, 1970). Para Kaplan e Urwitz (1979) tal relevância dos *ratings* se deve por eles representarem a avaliação de especialistas financeiros, a projeção de modelos estatísticos de classificações de títulos pode auxiliar na determinação de quais informações são verdadeiramente utilizadas nas avaliações de risco de crédito (KAMSTRA; KENNEDY; SUAN, 2001).

Rating corporativo, de acordo com Standard & Poor's (2013b), é uma avaliação da capacidade financeira global do devedor de pagar seus compromissos financeiros. Sendo o processo de emissão de títulos de dívidas influenciado pela opinião dos avaliadores quanto à qualidade de crédito. Os *ratings* são fundamentados, em parte, nas informações públicas, representando a condição operacional e financeira de uma empresa (KISGEN, 2019).

Além de dados qualitativos, os *ratings*, conforme Standard & Poor's (2011), são a avaliação quantitativa da empresa quanto à sua capacidade futura de efetuar pagamentos de juros e principal, tendo a avaliação quantitativa como foco principal a análise econômico-financeira podendo fazer o uso ponderado das práticas e princípios contábeis do devedor. Já

no aspecto qualitativo, a análise atém-se a outros fatores como características peculiares das empresas, o risco-país e particularidades de suas áreas de atuação. “Difícilmente uma empresa consegue emitir dívida sem a opinião de uma agência de *rating* a respeito de sua qualidade de crédito e, além disso, as taxas de juros obtidas nos títulos da dívida estão bastante correlacionadas com os *ratings* concedidos pelas CRAs.” (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008, p.344).

A literatura das notas de crédito, especificamente os *ratings* disponíveis ao público pelas CRAs, é ampla. Diversos fatores, metodologias e elementos econômico-financeiros têm sido utilizados para se determinar a qualidade de crédito de títulos, empresas, países e bancos (ALTMAN, 1968; CANTOR; PACKER, 1995; GRAHAM; MAHER; NORTHCUT, 2001; KISGEN, 2019; WEST 1970). Na Figura 1, apresentam-se os grupos de fatores de risco para emissão dos *ratings* definidos pela Standard & Poor’s (2001), faz-se necessário pontuar que este estudo delimita, conforme abordagem teórica, como fatores principais aqueles intrínsecos ao risco da empresa, tendo a contabilidade como meio a gerar informação relevante e maior transparência.



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em *Standard & Poor's Rating Services* (2011).

Moody's Investors Service (Moody's), assim como Standard & Poor's Rating Services (S&P) e Fitch Ratings (Fitch) têm sido as principais CRAs de origem norte-americana, e reconhecidas mundialmente, embora esta última tenha menor parcela do mercado de avaliação de risco (ADVFN, 2020). Para a Fitch (2018), as suas notas de classificação de crédito relativas aos emissores de títulos são uma opinião da habilidade relativa da entidade em liquidar compromissos, tais como juros, dividendos preferenciais, reembolso de amortizações, seguros e obrigações de contraparte. Nos critérios de metodologia da Standard & Poor's (2013b), está claro que os juros podem significar uma saída de caixa relevante para

empresas avaliadas com *ratings* em grau especulativo. No Quadro 1, encontram-se os *ratings* definidos pelas CRAs, bem como suas categorias elencadas pelas faixas destes considerados como grau de investimento e grau especulativo, e uma breve descrição referente a cada nível:

Quadro 1 – Rating de crédito das agências de risco

Categoria	Moody's	S&P	Significado
Grau de Investimento	Aaa	AAA	Capacidade extremamente elevada do devedor para cumprir as obrigações assumidas.
	Aa1	AA+	Capacidade elevada do devedor para cumprir as obrigações assumidas.
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
	A1	A+	Capacidade forte do devedor para cumprir as obrigações assumidas.
	A2	A	
	A3	A-	
	Baa1	BBB+	A capacidade do devedor para cumprir as obrigações assumidas pode ser negativamente por alteração nas condições econômicas e outras que possam ocorrer.
	Baa2	BBB	
Baa3	BBB-		
Grau Especulativo	Ba1	BB+	Alterações nas condições econômicas e financeiras do devedor poderão reduzir a sua capacidade para cumprir as obrigações assumidas.
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
	B1	B+	A capacidade do devedor para cumprir as obrigações assumidas encontra-se exposta às alterações nas condições econômicas e financeiras.
	B2	B	
	B3	B-	
	Caa1	CCC+	A capacidade do devedor para cumprir as obrigações assumidas encontra-se muito exposta às alterações nas condições econômicas e financeiras.
	Caa2	CCC	O devedor apresenta alguma incapacidade de cumprir as obrigações assumidas.
	Caa3	CCC-	O devedor apresenta incapacidade de cumprir as obrigações assumidas.
	Ca	CC	
		C	
	C	D	O devedor encontra-se em incumprimento.
	-		
-			

Fonte: *Rating* de longo prazo das agências Moody's e Standard & Poor's.

Ratings podem ser categorizados por meio de diferentes faixas e estilos de categorias. No contexto regulatório bancário brasileiro, o Conselho Monetário Nacional (CMN), na da Resolução 2682/1999, determina que as operações que envolvam créditos disponibilizados por instituições financeiras devam ser qualificadas em níveis de riscos elencados por *ratings* entre AA e H. Tal resolução define diversos fatores que envolvem devedores, credores e transações que são avaliados pelas instituições financeiras no processo de conceder as classificações de risco.

Moody's (1999) descreve *rating* como uma análise da habilidade futura, da responsabilidade jurídica e da pretensão do emissor realizar, pontualmente, pagamentos do principal e juros de seus títulos de renda fixa. O risco de crédito pode ser classificado em: (a) risco soberano, atribuído aos países, consiste em um indicador que evidencia o risco ao qual o investidor estrangeiro se submete ao contrair títulos de dívidas emitidos pelo país, sua base de conjuntura econômica, social e política; (b) risco corporativo, atribuído as grandes empresas, reflete a competência da empresa emissora em honrar com fluxos de desembolsos futuros da obrigação acordada (MOODY'S, 1999).

No Quadro 2, apresenta-se o histórico de *ratings* soberano para dívida de longo prazo emitido pela S&P e Moody's em moeda estrangeira do Brasil, entre os anos de 2011 e 2020. Observa-se, a partir de 2015, uma evidente perda de qualidade de *rating* quando a S&P reduz a classificação de BBB- para BB+, dentro da faixa de grau de especulativo em setembro de 2015, acompanhada da redução de Baa3 para Ba2 da Moody's, em fevereiro de 2016.

Quadro 2 – Histórico de *rating* da dívida do Brasil

Última Alteração	Agência	Rating	Grau
10/dez/20	S&P	BB-	Especulativo
15/mai/20	Moody's	Ba2	Especulativo
06/abr/20	S&P	BB-	Especulativo
11/dez/19	S&P	BB-	Especulativo
07/fev/19	S&P	BB-	Especulativo
09/ago/18	S&P	BB-	Especulativo
09/abr/18	Moody's	Ba2	Especulativo
11/jan/18	S&P	BB-	Especulativo
26/mai/17	Moody's	Ba2	Especulativo
22/mai/17	S&P	BB	Especulativo
15/mar/17	Moody's	Ba2	Especulativo
09/fev/17	S&P	BB	Especulativo
24/fev/16	Moody's	Ba2	Especulativo
17/fev/16	S&P	BB	Especulativo
09/set/15	S&P	BB+	Especulativo
11/ago/15	Moody's	Baa3	Investimento
28/jul/15	S&P	BBB-	Investimento
09/set/14	Moody's	Baa2	Investimento
24/mar/14	S&P	BBB-	Investimento
06/jun/13	S&P	BBB	Investimento
18/dez/12	S&P	BBB	Investimento
21/nov/12	Moody's	Baa2	Investimento
17/nov/11	S&P	BBB	Investimento

Fonte: Adaptado pelo autor, com dados extraídos do site www.tesourotransparente.gov.br.

A taxa histórica de inadimplência dos títulos de *rating* Aaa da Moody's é relativamente muito baixa, com média de 0,67% de descumprimento de acordos entre os anos de 1970 a 2000, para títulos qualificados no citado *rating*. Já para *ratings* elencados em grau especulativo, a situação muda completamente, no caso dos títulos de *rating* do nível B a média de inadimplência, em 10 anos, eleva-se para 44,57% (MOODYS, 2020).

Kisgen (2007) reconhece que os *ratings* emitidos pelas CRAs afetam o acesso dos agentes econômicos e países aos mercados de títulos e papéis comerciais porque os níveis de classificação determinam se os investidores institucionais, como bancos ou fundos de pensão, podem investir nos títulos das empresas. Os *ratings* afetam as condições de capital aplicadas pelos bancos e seguradoras em determinadas empresas.

Além de muitos investidores institucionais estrangeiros não poderem investir em títulos de grau especulativo, em mercados emergentes; e reguladores bancários usarem *ratings* para regulamentação, supervisão financeira e regras de adequação de capital; Han et al. (2008) apresentam outros motivos pelos quais as classificações de crédito, especialmente as emitidas pela S&P e Moody's, são importantes para investidores internacionais que buscam investir em títulos de dívidas corporativas de mercados emergentes. Nestes mercados, as informações financeiras requerem maior transparência do que em mercados desenvolvidos, e há carência de instituições financeiras confiáveis que possam assegurar a elegibilidade de uma dívida para investidores internacionais.

Como determinantes no crescimento das CRAs pode-se enumerar a integração de mercados globais, o surgimento de novos instrumentos financeiros e o processo de estabilidade econômica de nações antes sem notoriedade pelos investidores globais. Juntamente, com o aprimoramento das variáveis e das metodologias utilizadas para as estimativas de crédito, observa-se, além da acumulada experiência, importantes informações concedidas a essas agências (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008).

O processo de desenvolvimento das CRAs foi também, conforme White (2010), impactado pelos movimentos de fusões e incorporações. Dun & Bradstreet compraram a Moody's, em 1962, e a desmembraram, em 2000, tornando-a independente. Standard & Poor's formou-se da fusão da Poor's Publishing com a Standard Statistics, em 1941; e, em 1966, foi adquirida pela The McGraw- Hill Companies, tornando-se a divisão financeira da editora (ADVFN, 2020). Já a Fitch fundiu-se, em 1997, com o IBCA, uma firma britânica, subsidiária da FIMILAC, um conglomerado francês de serviços empresariais.

Faz-se necessário informar, conforme Freitas e Minardi (2013), que as CRAs divulgam, quando se inicia o processo de alterações - *upgrades* e *downgrades* - de *rating* de

empresas ou ativos financeiros, chamados de *CreditWatch* (S&P), *RatingWatch* (Fitch) e *WatchList* (Moody's). Um *CreditWatch* significa que uma nota de crédito foi posta em revisão até que dados adicionais referentes a determinado evento, que causou a mudança na percepção de crédito, sejam obtidos. Tal procedimento, não muda necessariamente a classificação até que, de posse das informações solicitadas, estas sejam processadas pela CRAs. S&P usa o *CreditWatch* quando acredita ser possível que uma opinião de crédito seja emitida dentro de 90 dias (FREITAS; MINARDI, 2013).

Garcia, Monte-Mor e Tardin (2018) verificaram se os indicadores contábeis aliados aos de mercado, tais como o preço das ações, risco soberano do Brasil e seu crescimento econômico, têm a capacidade de antecipar alterações - *upgrades* e *downgrades* - nos *ratings* do setor bancário brasileiro. Embora, diferentemente do que ocorre nos países desenvolvidos, não foi possível, neste estudo, antecipar tais mudanças na qualidade de crédito dos bancos.

Os rebaixamentos da qualidade de crédito expressos pelos *ratings* podem ser um sério componente de vulnerabilidade para as empresas que relacionam os *ratings* às questões contratuais, *triggers*, ou outras chamadas de contingências, *contingent calls*. Tais rebaixamentos podem desencadear violações de cláusulas de títulos, aumentos nos cupons ou taxas de juros, o que pode resultar em recompras forçadas dos ativos, gerando até mesmo uma crise de liquidez (KISGEN, 2019).

Blume, Lim e MacKinlay (1998) acreditam que uma possível redução da qualidade do *rating* das empresas pode afetar a disposição e os incentivos para realizar novos investimentos. Os *ratings* afetam diretamente a empresa que se utiliza da emissão de títulos de dívidas para financiar suas atividades e investimentos, pois eles determinam se esses títulos atendem às condições impostas pelos bancos, bem como se estes estão de acordo com os requisitos de ativos nos quais os fundos de pensão possam investir (CANTOR; PACKER, 1995; FRACASSI; PETRY; TATE, 2013).

As classificações de risco de crédito determinadas pelos *ratings* podem afetar também o relacionamento com clientes e funcionários, impactando as operações comerciais, incluindo a capacidade da empresa de celebrar ou manter contratos de longo prazo. Cientes desses efeitos, as empresas parecem reagir aos rebaixamentos de classificação reduzindo a emissão e o endividamento (KISGEN, 2019). Para Ng e Ariff (2019), essas classificações são sinais aos investidores e administradores, e refletem a qualidade da governança das empresas. Investidores almejam negócios que tenham estabilidade nos *ratings* com o intuito de reduzir a frequência e os custos de ajustes em suas carteiras (ALTMAN; RIJKEN, 2004).

O prêmio almejado pelos credores americanos, que corresponde a diferença entre o rendimento de um título de crédito de empresa e de um *bond* do tesouro americano, conforme Scott (2009), é determinado por fatores que envolvam a qualidade da emissão determinada pelo seu risco de inadimplência relativamente a outros *bonds*; o prazo de vencimento da emissão, que afeta o rendimento e a volatilidade do preço, as provisões contratuais, incluindo colaterais, a existência de *call* e fundos de amortização, e o risco de *bonds* estrangeiros, incluindo o risco da taxa de câmbio e o risco-país.

As classificações de crédito e os rendimentos dos títulos de dívida são afetados pela probabilidade de que a empresa não seja capaz de cumprir as suas obrigações, ou seja, a probabilidade de eventos de *default*, bem como pelos *covenants*, contratos de empréstimos, oferecidos pelos credores na ocasião, compostos pelas cláusulas restritivas e obrigações (RAUH; SUFI, 2010). Konraht e Soares (2020) investigaram a relação entre o uso de *covenants* contábeis e o custo de captação de recursos através de debêntures emitidas por firmas brasileiras entre os anos de 2010 e 2016. O estudo buscou distinguir *covenants* que deveriam ser honrados pela empresa emissora da dívida daqueles tolerados por outra firma com obrigação solidária à emissora ante aos credores. Conforme autores, os *covenants* direcionados a empresa emissora da debênture tem função complementar ao retorno frente ao risco que credores estão expostos, e os *covenants* impostos à empresa fiadora da transação atuam como um mecanismo de mitigar o risco, e assim reduzem o *spread*. Konraht e Soares (2020) afirmam que os *covenants* contábeis têm duas funções no processo de endividamento das empresas no Brasil, variando de acordo com a empresa que deve honrá-los.

O processo de modelagem das classificações de risco de empresas teve início com o trabalho seminal de Fisher (1959), precedido de Altman (1968) e das pesquisas de Pingo e Mingo (1975), e Kaplan e Urwitz (1979), que demonstraram a possibilidade de técnicas estatísticas explorarem a natureza ordinal dos *ratings*. Basicamente, o objetivo dos modelos de classificação de crédito é determinar os fatores que podem influenciar a possibilidade de inadimplência e defini-los em uma pontuação relevante. Esses fatores são, em geral, variáveis financeiras e contábeis ponderadas e associadas a um modelo multivariado.

Altman (1968) direcionou sua pesquisa aos *ratings* corporativos buscando avaliar a qualidade da técnica de análise de índices financeiros. Neste estudo, o autor encontrou significância no *book value of total debt*, e desde então sua pesquisa se tornou referência na abordagem de análise de qualidade crédito das empresas com o uso de valores dos passivos. Para Blume, Lim e MacKinlay (1998) a relação entre passivos de longo prazo e ativos é

significante na determinação dos *ratings*, e estes possuem função essencial no financiamento corporativo e nas decisões de investimentos.

Neste contexto, a estrutura de capital das empresas pode ser considerada uma das variáveis mais frequentemente analisadas, por usuários diversos e acadêmicos, e compoendo essa estrutura, em parte, se tem também os passivos de debêntures. No entanto, de acordo com Pereira e Martins (2015), trabalhos relacionados às classificações de crédito das empresas, mensuradas pelas agências especializadas, e aspectos como a governança corporativa e o *spread* de debêntures são uma agenda de pesquisa ainda relativamente incipiente no Brasil.

Entende-se, como estrutura de capital, o modo como às empresas financiam suas operações e investimentos, sendo esta estrutura composta por recursos próprios com origem da alocação de acionistas, e recursos de terceiros advindos de credores. Embora, Modigliani e Miller (1958) acreditem que a estrutura de capital não tenha relevância no valor das entidades, para Durand (1952), a maximização do valor das empresas é intrínseca à composição da estrutura de capital. Harris e Raviv (1991) acreditam que a escolha da estrutura de capital das firmas sinaliza, para o investidor externo, informações internas.

Para Myers e Majluf (1984) a estrutura de capital é um meio de reduzir as ineficiências nas decisões de investimentos da firma decorrentes da assimetria de informações. Conforme autores, caso empresas sejam forçadas a financiar novos planos de investimentos com a oferta de novas ações, a redução de valor das ações previamente existentes no mercado pode ser tão brusca que novos investidores se beneficiem mais dos benefícios do novo projeto, resultando em uma perda líquida para acionistas existentes. Nesse caso, mesmo que o retorno do projeto seja positivo, este é rejeitado pelos gestores.

Tal entendimento deu origem à teoria da *Pecking Order* de Myers e Majluf (1984) que entendem que essa redução de valor nos ativos pode ser evitada se a empresa tiver condições para financiar os novos investimentos usando meios que não são bruscamente desvalorizados pelo mercado, como, por exemplo, fontes de recursos internas e/ou dívidas menos onerosas. Diamond (1989) acredita que a tendência em obter empréstimos privados, como dívidas bancárias, seja um sinal de maior assimetria de informações entre *stakeholders* e empresa.

Em um estudo fundamentado em questionários, respondidos por 392 executivos, Graham e Harvey (2001) obtiveram resultados que direcionam a existência da teoria de *Pecking Order*. Além dos *ratings* de crédito corporativos elencados pelos gestores como determinantes de endividamento das empresas, a flexibilidade financeira se mostrou como fator principal da estrutura de dívida. Demonstrando, conforme os autores que, quanto menor

o endividamento das firmas, menores são os entraves para deter mais recursos a serem alocados em novos projetos.

Para Myers (1977) podem ocorrer problemas de subinvestimento ocasionados em contexto no qual empresas, mesmo capazes de projetar empreendimentos com VPL positivo, optam por rejeitá-los uma vez que acionistas discordam de investir em ativos considerados de baixo risco, por entenderem que há uma transferência de rendimentos aos credores. Jensen e Meckling (1976) afirmam que pode haver problemas com investimentos que ocasionam mudanças de ativo, quando uma empresa troca ativos de baixo risco por ativos de alto risco. Tal mudança também ocasiona transferência de valor dos credores para acionistas.

A pesquisa identificou alguns riscos financeiros, característicos das exigências de emissão de dívida, dentre os quais se destacam os indicadores de alavancagem, representados pela divisão da dívida total pelo ativo total, e o endividamento geral, representado pela divisão da soma de passivo circulante e não circulante pelo ativo total (ALTMAN, 1968; BRITO; ASSAF NETO, 2008; ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; MINARDI; SANVICENTE; ARTE, 2006; PEREIRA; MARTINS, 2015).

A estrutura financeira é um fator relevante na análise das agências de risco para projetar a situação de dependência do emissor de financiamentos externos (FITCH, 2019). Para esta CRA, diferentes determinantes são apreciados para estimar as consequências de crédito da alavancagem financeira de um emissor, abrangendo o contexto do ambiente de negócios, bem como os principais recursos das operações. A análise das CRAs que resulta nos *ratings* pode ser projetada por um pequeno número de variáveis explicativas, e dentre essas com significância para o endividamento (KAMSTRA; KENNEDY; SUAN 2001).

Ao se utilizar um portfólio amplo de índices financeiros na avaliação financeira credora de uma empresa com probabilidade de falência, há razões para acreditar que algumas das medidas terão um elevado grau de correlação ou colinearidade entre si (ALTMAN, 1968). De acordo com o autor, esse aspecto requer uma seleção cuidadosa das variáveis independentes (índices), mas também usufruem a vantagem de produzir um modelo com um número relativamente baixo de medidas com a potencialidade de confirmar uma ampla quantidade de informações.

Dado que os setores apresentam diferenças significativas nas necessidades de capital e na capacidade de suportar altos patamares de endividamento, para a Fitch (2019) a alavancagem financeira na estrutura de capital é considerada no contexto da análise de setor. O grau de endividamento das empresas é, geralmente, ajustado quando aplicável a diferentes

passivos não incluídos no balanço patrimonial ao adicioná-los ao endividamento presente no balanço patrimonial (FITCH, 2019).

A emissão de dívidas e os *ratings* estão condicionados ao desempenho operacional da empresa que pode ser representado pelos indicadores de margem líquida, sendo composto pela divisão do lucro líquido dividido pela receita operacional (BRITO; ASSAF NETO, 2008; PEREIRA; MARTINS, 2015), assim como pela cobertura financeira, composto pela divisão do EBIT, lucro líquido antes juros e impostos, sem receitas e despesas financeiras, pelas despesas financeiras líquidas (BLUME; LIM; MACKINLAY, 1998; SANVICENTE; MINARDI, 2006). Há também influência do tamanho da empresa que pode ser representado, conforme a literatura, pelo logaritmo do ativo total (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003), bem como o logaritmo do patrimônio líquido (SANVICENTE; MINARDI, 2006) e logaritmo do passivo total dividido pelo valor de mercado das ações (ALTMAN; RIJKEN, 2004).

Damasceno, Artes e Minardi (2008) realizaram uma modelagem com uma amostra de 39 empresas composta de algumas firmas não negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo com *ratings* da S&P para o período entre 2000 e 2005. Neste estudo, os autores empregaram 10 proxies como variáveis independentes, dentre essas uma *dummy* para presença no índice da Bolsa de Valores de São Paulo, e demais englobando características como tamanho, capacidade de pagamento, estrutura de capital e lucratividade. As variáveis que melhor explicaram as classificações foram lucro líquido sobre o total de ativos, dívida total sobre o total de ativos e a variável *dummy*.

Soares, Coutinho e Camargos (2012) definiram uma amostragem entre os anos de 2009 e 2010 de 72 empresas de ratings com escala nacional de *ratings* da S&P. A pesquisa utilizou-se de uma variável *dummy* independente, sendo caracterizada também a presença no índice da BM&FBOVESPA, além de 15 outras variáveis explicativas distinguindo os fatores rentabilidade, indicadores de endividamento financeiro, cobertura de juros e grau de imobilização, dentre estas, as mais significativas índice de cobertura de juros, tamanho dos ativos e governança corporativa.

Para amostragem de 78 empresas de capital aberto, porém, com *ratings* de escala nacional de longo prazo da Fitch; Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015) utilizaram uma variável *dummy* independente, sendo as empresas caracterizadas com ou sem presença no índice da IBOVESPA. O estudo investigou 8 variáveis independentes: a *dummy* descrita, vendas líquidas sobre ativo total médio, ativo circulante sobre passivo circulante, dívidas totais sobre ativos, dívida bruta sobre lucro antes de impostos, juros, depreciação e

amortização, e lucro líquido sobre patrimônio médio. Resultando na significância de duas variáveis: tamanho e lucro líquido sobre o ativo total.

Diante do exposto, as demonstrações contábeis adquirem utilidade em prover informações quantitativas direcionadas à tomada de decisões embasadas em avaliações de credores e demais usuários. E uma vez processadas tais informações, estes usuários se tornam aptos a decidir quando exercer a compra, a manutenção ou venda de títulos das empresas; e assim os investidores podem julgar os gestores das firmas quanto à confiança que lhe tenha sido atribuída, e analisar a possibilidade quanto ao retorno do capital alocado à entidade, dentre outros (MARTINS; GELBCKE; IUDÍCIBUS, 2018).

Além de índices financeiros, para Kamstra, Kennedy e Suan (2001) a evolução da modelagem dos *ratings* tem se utilizado de outras variáveis não quantificáveis como qualidade de liderança, capacidade de gerenciamento e mudanças tecnológicas. Os autores acreditam que atuais métodos quantitativos possam prever corretamente cerca de 3/4 das classificações de crédito.

Os indicadores, compostos por números contábeis de desempenho, têm a função de acompanhar o desempenho das entidades, possibilitando que se faça um diagnóstico da organização pelos usuários com o propósito de avaliar a condição econômico-financeira. Há na literatura contábil uma diversidade considerável de indicadores, além dos que foram descritos acima, dentre os quais existem os que buscam representar características amplas da empresa até os indicadores mais restritos, que permitem avaliar atividades relevantes da empresa que pedem cautela (MIRANDA; REIS, 2009). Contudo, conforme a Standard & Poor's (2003 apud JORION; SHIN; ZHANG, 2007) não basta ter acesso às demonstrações contábeis, a qualidade das informações deve ser satisfatória para a análise de *rating*. Uma vez que análises de *rating* não envolvem a auditoria dos relatórios financeiros das empresas, estas dependem da função exercida pelos auditores. Conforme essa CRA, a verificação da qualidade da contabilidade é anterior à análise das finanças auditadas visto que o objetivo é determinar se os índices e demais estatísticas originados das demonstrações financeiras permitem ser utilizados com significância para medir a *performance* e a estratégia da empresa em relação aos concorrentes, bem como ao restante de empresas presentes no mercado. As divergências de opiniões, entre gestores e contadores, relativas às informações contábeis decorrente de eventos peculiares como as provisões e contingências, e conseqüentemente sua qualidade podem ocorrer no momento da auditoria independente e tais divergências, na maioria das vezes, são balizadas pelas regras contabilísticas e demais orientações (EMBY; DAVIDSON, 1998).

Baseando-se no estudo de 137 empresas que se mantiveram com grau de investimento, ao longo do período entre 1985 e 2002, Jorion, Shin e Zhang (2007) verificaram que as CRAs tenderam a ser mais rigorosas na emissão de *ratings* para empresas qualificadas neste grau, o que elevou o custo de endividamento das entidades. Para estas firmas, o *value relevance* dos relatórios contábeis tem se reduzido devido ao crescimento do gerenciamento de resultados ao longo dos anos. Jorion, Shin e Zhang (2007) asseveram que há diferenças nos procedimentos utilizados no processo de emissão dos *ratings* para empresas definidas com grau de investimento, daquelas com grau especulativo, e estes são relativos ao *value relevance* dos dados nos demonstrativos contábeis.

A qualidade do *rating* de um título de dívidas reflete em grau, a capacidade que o devedor possui de honrar suas obrigações, o que é amplamente alcançado pelos *ratings* emitidos pelas CRAs (PEREIRA; MARTINS, 2015). Antever o risco de crédito de uma empresa, conforme West (1970) é uma variável dependente relevante a se analisar, sendo os *ratings* de títulos resultado do aspecto significativo deste risco, aperfeiçoando a concepção do processo de classificação do retorno desses ativos, e assim expandindo o conhecimento ao menos sobre uma utilidade significativa das demonstrações financeiras.

2.3 Crédito, *rating* e governança corporativa

Nas últimas décadas do século XX, o mercado financeiro internacional passou por diversas transformações que impactaram a estrutura de capital das empresas. Dentre essas mudanças destaca-se o maior uso de títulos negociáveis pelos próprios tomadores de empréstimos, representados pelos *bonds*, *eurobonds* e demais valores mobiliários, substituindo o capital disponibilizado pelos bancos (VALLE, 2002). Parte dessas transformações foi efetuada pelo mercado de crédito, um segmento do mercado financeiro que preserva a função, conforme Lopes e Rossetti (1998), de disponibilizar recursos de curto e médio prazos demandados por agentes econômicos, direcionados ao financiamento de bens duráveis a pessoa física e capital de giro a empresas.

Sendo parte do mercado de crédito, o desenvolvimento dos mercados de títulos não segue um único padrão (HARDIE; RETHHEL, 2019). O sucesso ou fracasso deste depende, conforme autores citados, mais dos interesses e da influência de uma gama mais ampla de participantes do que da análise da relação entre governos e investidores internacionais. Para Hardie e Rethel (2019) é importante ressaltar que isso inclui uma variedade de participantes financeiros domésticos, como os fundos de pensão e os bancos, cujos interesses e a

capacidade de influenciar o desenvolvimento do mercado podem divergir, em grande parte, devido a fatores históricos específicos dos países.

A busca por crédito, no Brasil, pode ser realizada no mercado de títulos de dívidas, o qual tem a possibilidade de ser estruturado como primário e secundário. O mercado primário é aquele no qual os títulos são emitidos e os recursos são transferidos dos credores para devedores, já as negociações destes títulos são realizadas no mercado secundário, onde ocorre grande parte das negociações, e no qual se encontra o estoque de títulos já emitidos. Assim, caso o mercado secundário não existisse, os detentores dos títulos teriam que retê-los até o vencimento, uma vez que este possui o objetivo de conferir liquidez à troca de posse desses ativos (SILVA, 2006).

Embora os bancos tenham desempenhado importante função de intermediador financeiro, obtendo recursos juntos aos agentes superavitários e emprestando-os aos agentes deficitários, o amadurecimento do mercado de capitais tornou possível o uso de títulos de dívida na negociação direta entre agentes superavitários e deficitários (SOARES; COUTINHO; CAMARGO, 2012). Em meio a esses títulos estão as debêntures, Cédulas de Créditos Bancário (CCBs), Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs), entre outros instrumentos financeiros emitidos pelas empresas e adquiridos por agentes superavitários sem a necessidade de um ou outro mediador financeiro, o que, segundo os autores, propicia às empresas recursos necessários a um custo menor.

Tais títulos de dívida e debêntures distribuídos em âmbito internacional passam, conforme Padoveze, Benedicto e Leite (2012), por um processo de avaliação de risco das CRAs. Para os autores, uma classificação de bônus é uma avaliação do risco de inadimplência, feita por uma agência privada autônoma, que norteia os mercados e é importante para as empresas, já que traduz uma avaliação do desempenho futuro. Empresas com títulos de alto risco enfrentam problemas de acesso a fontes de financiamento no mercado internacional (PADOVEZE; BENEDICTO; LEITE, 2012).

O risco das empresas está diretamente relacionado aos instrumentos financeiros adotados como forma de mitigá-lo e de se protegerem das variações de mercado, de modo que uma instabilidade ou uma crise financeira não afete substancialmente suas transações (LOPES; GALDI; LIMA, 2009). Conforme os autores citados, devido ao rápido progresso do mercado de capitais brasileiro, o uso crescente de instrumentos financeiros pelas empresas brasileiras, sendo parte destes com elevada complexidade, está também alinhado com a busca e a expansão das firmas para o mercado internacional.

Tal constatação é relevante uma vez que, Darós e Borba (2005) verificaram que empresas não estavam evidenciando seus instrumentos financeiros em conformidade com o normativo da CVM. Os autores comprovaram que muitas empresas não divulgavam como estes instrumentos eram administrados. Atualmente, os instrumentos financeiros, antes regulados por diversos pronunciamentos, passaram a ser regidos pelo CPC 48, tanto em termos de classificação, quanto de mensuração (MARTINS; GELBCKE; IUDÍCIBUS, 2018).

Além da escolha sobre o tipo de valores mobiliários que emitem, conforme pontuado por Henderson, Jegadeesh e Weisbach (2006), as firmas podem decidir onde e em que momento esses valores mobiliários devem ser emitidos. À medida que os mercados continuam a se integrar mais globalmente, essas variáveis adicionais de escolha se tornaram cada vez mais significativas para as empresas. De acordo com os autores, as empresas são atraídas para mercados bem regulamentados e com boa liquidez ao emitirem novos valores mobiliários. Para Henderson, Jegadeesh e Weisbach (2006), embora os Estados Unidos e o Reino Unido não sejam países referenciais para emissão de títulos de crédito de empresas estrangeiras, os mesmos detêm excelentes mercados para emissão de valores mobiliários, sendo as únicas nações exportadoras líquidas de novos capitais próprios.

Fisher (1959) reconhece que credores de empresas estrangeiras tendem a enfrentar riscos diversos aos dos empréstimos destinados às corporações domiciliadas. Entre esses agentes, aqueles presentes em países regidos pela *common law*, como os países mencionados anteriormente, que assumem o risco de alocar seus recursos em empresas de países com menor proteção demandam maior contrapartida, do contrário, tais títulos seriam trocados por outros mais atraentes.

Dentre os dados utilizados pelas CRAs ao emitirem as avaliações dos títulos corporativos disponibilizados aos investidores internacionais, além de documentos publicamente disponíveis, como as demonstrações contábeis, também são utilizadas informações não públicas, tais como entrevistas sigilosas com a administração (BLUME; LIM; MACKINLAY, 1998). Os autores acreditam na possibilidade de que outras informações, especialmente aquelas disponíveis de maneira reservada às CRAs, influenciem a qualidade do crédito. Características que regem a governança corporativa, obtidas em privado, de acordo com Sengupta (1998), podem impactar a avaliação da possibilidade de inadimplência.

Não é possível afirmar se as classificações de créditos emitidas pelas CRAs exerçam papel significativo no mercado de capitais do Brasil (LOPES; WALKER, 2012). Isso porque o complexo sistema tributário nacional possibilita às empresas manipular dados financeiros,

baixo *enforcement*, mercado financeiro instável, bem como precários padrões de governança corporativa, congruente aos estudos de La Porta et al. (1998) e Choi e Meek (2004).

No contexto brasileiro, o aperfeiçoamento das normas de governança corporativa se fortaleceu associado a algumas iniciativas pontuais, dentre as quais se destacam a concepção do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995; a Lei 10.303/2001 que redefiniu a Lei das S.A. estabelecendo dispositivos de administração, estrutura de capital e direito dos não controladores fortalecendo a CVM; a criação de níveis de critérios de governança corporativa em Tradicional, Bovespa Mais, Nível 2, Nível 1 e Novo Mercado pela Bovespa, antiga Bolsa de Valores de São Paulo, atual B3; a definição de práticas de boa governança corporativa pelo BNDES como uma das condições para a permissão de financiamentos; e as sugestões e normas da CVM para o regulamento das empresas presentes nos mercados de capitais. Tais iniciativas, de origens institucionais e governamentais, cooperaram para aumentar a atratividade de credores e investidores nacionais e estrangeiros.

A seguir, no Quadro 3, são apresentados os requisitos definidos para os níveis de governança corporativa, de acordo com os critérios atendidos pelos níveis de governança corporativa pelas empresas, quanto à política de administração de ações, regras de conselho, regras de divulgação e proteção aos acionistas minoritários em caso de conflitos.

Quadro 3 – Critérios e níveis de governança corporativa

Requisitos / Níveis de Governança		Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Bovespa Mais	Tradicional
Política de Administração de Ações	Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
	Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
			100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)			
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação	

Continua

Continuação

Política de Administração de Ações	Requisitos / Níveis de Governança	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Bovespa Mais	Tradicional
	Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra		
Regras de Conselho	Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
	Vedação e disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra			
	Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)			
	Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra			
Regras de Divulgação	Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
	Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
	Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação			
Proteção aos minoritários	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Facultativo	Obrigatório	Facultativo	

Fonte: Adaptado de Bússola do Investidor (2020).

Conclusão

O lançamento desses níveis de governança, no ano 2000, acompanhou a tendência mundial de governança corporativa como instrumento que sustenta a melhoria na evidenciação de relatórios financeiros e na contabilidade, mitigando, conseqüentemente, a diferença informacional entre credores e empresas, o que resultaria, em longo prazo, maior acesso a recursos e menores custos às firmas que praticarem as novas diretrizes (CARVALHO, 2002).

Corroborando Bhojraj e Sengupta (2003); Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006) asseveram que empresas com forte governança corporativa se beneficiam de melhores *ratings* de crédito, comparativamente àquelas com governança fraca. Conforme esses autores, boas avaliações de *ratings* estão diretamente relacionadas à extensão do número de ações de posse do conselho, bem como sua independência e experiência, e inversamente ao poder exercido pelo *Chief Executive Officer* (CEO) no conselho.

Bhojraj e Sengupta (2003) afirmam que os mecanismos de governança influenciam, positivamente, os prováveis conflitos de interesse entre gestores e credores, uma vez que exercem o papel de monitorar as práticas operacionais internas. E assim, acredita-se que tais diretrizes corporativas possam reduzir a negligência na alocação de fundos, conseqüentemente, melhorar a produtividade e a transparência da empresa, bem como proporcionar à gestão uma perspectiva de planejamento de longo prazo. Estruturas de governança corporativa relativas ao acesso às informações privilegiadas podem estar associadas aos retornos dos títulos de créditos, assim, credores podem entender que maior acesso a informações restritas facilita o acesso a benefícios privados (BAUER; DERWALL; PANKRATZ, 2019).

No contexto de planejamento de longo prazo, no Brasil, o mercado de crédito e juros corporativos de longo prazo, como exposto por Torres Filho (2017), foi moldado pelos créditos públicos, representados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), pelas debêntures corporativas e debêntures incentivadas. Entre anos 2000 e 2015, o crédito corporativo passou por uma verdadeira transformação, na qual instituições como o BNDES tiveram papel central na expansão e composição dessa mudança. O crédito destinado ao setor privado ainda é influenciado pela intervenção governamental, não somente por intermédio de bancos públicos, mas também por programas de incentivo ao desenvolvimento econômico.

Com base em dados do Banco Central do Brasil (BACEN), analisados por Torres Filho (2017), a representatividade do saldo de operações de crédito das instituições financeiras passou de 28,2% para 73% do produto interno bruto, assemelhando-se à média das nações mais desenvolvidas. Tais mudanças somente foram possíveis devido ao redirecionamento dos recursos advindos dos fundos parafiscais representados pelos fundos de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e de Amparo ao Trabalhador (FAT). Estes, ao contrário das taxas impostas pelo BACEN, proveem recursos ao BNDES com níveis menores de juros. Sendo este crédito destinado aos mercados mobiliário, mais precisamente a casa própria, e de aquisição de máquinas e ferramentas.

A metodologia de abordagem de modelos de classificação de crédito tem sido, tradicionalmente, estruturada em técnicas de análise discriminantes multivariadas, modelos de mínimos quadrados ordinários, modelos de regressão logística, conhecido como logit, utilizado por Sengupta (1998) e Graham, Maher e Northcut (2001), e modelos probit de regressão utilizado por Damasceno, Artes e Minardi (2008) e Murcia et al. (2014). Sendo os dois últimos, técnicas com significativa relevância visto que seus métodos econométricos se mostraram melhores do que aqueles não apropriados para variáveis dependentes não ordinais. Pode-se destacar também, conforme Ederington (1985), o modelo de probabilidade linear e análises discriminantes, bem como o Z-Score de Altman (1968).

A saída do modelo multivariado pode ser uma pontuação de crédito ou uma medida da probabilidade de inadimplência, conforme explicado em Altman e Saunders (1997). A pontuação obtida é comparada a um valor de referência para determinar a credibilidade de uma contraparte. Frequentemente, os modelos de pontuação foram utilizados e demonstrados em modelos de previsão de falhas.

Kamstra, Kennedy e Suan (2001) reconhecem haver um consenso sobre a inadequação dos métodos de mínimos quadrados para estimar as classificações dos títulos, e existem dúvidas quanto ao uso de métodos, como o de análise discriminante multinomial, em tratar as características do *rating*. Para os autores, apesar de a base teórica prover alguma direção na escolha de variáveis independentes, a escolha de método, seja paramétrico ou não paramétrico, logit ou probit, não é recomendada por eles e nem por evidências empíricas. Embora sejam métodos apropriados a variáveis dependentes ordinais e policotômicas (KAMSTRA; KENNEDY; SUAN, 2001).

Em pesquisa direcionada a 17 países, Florou, Kosi e Pope (2017) analisaram os impactos da introdução obrigatória do padrão IFRS para os credores. Os resultados mostraram maior relevância informacional dos relatórios contábeis em determinar os *ratings* das firmas. Há indícios de que essa relevância seja superior para as empresas expostas ao maior grau de risco especulativo, de tal modo que os demonstrativos econômico-financeiros sejam mais significantes na avaliação destas firmas. Os autores observaram que a informação contábil também foi mais relevante para aquelas empresas que possuem números maiores de ajustes decorrentes da mudança entre o IFRS e o GAAP local.

Em estudo comparativo da adoção obrigatória e voluntária do IFRS frente ao uso do US GAAP, direcionado a empresas estrangeiras, Wu e Zhang (2014) encontraram evidências da relevância da informação contábil nos *ratings*. A partir de uma amostra composta por 1.917 demonstrativos para o período de 17 anos, entre 1990 e 2007, os resultados

demonstraram que somente em países com força legal significativa, melhor *enforcement*, as classificações de risco emitidas pela Moody's são mais sensíveis aos relatórios contábeis.

Ng e Ariff (2019) encontraram relevância dos *ratings* das CRAs na precificação de ativos ao analisarem as empresas de origem islâmica, sendo essas agências importantes fontes de informação para investidores menos informados e com qualificações limitadas na avaliação de risco de crédito. Os autores reconhecem que os investidores podem ter retornos significativos por meio da análise de indicadores financeiros, em especial, retornos advindos das ações em bolsa, e que a margem de lucro bruto demonstrou ser o fator mais significativa na análise de relevância.

As CRAs, conforme Kisgen (2019), desempenham papel central nos mercados financeiros uma vez que muitas regras e regulamentos dependem das classificações de créditos emitidas pelas CRAs. Investidores podem não obter uma visão completa da situação financeira da empresa em determinar a permissibilidade de investimentos e responsabilidades de devedores. Isso significa que uma classificação de crédito favorável é essencial para obter termos e condições benéficas quando as empresas emitem dívidas nos mercados financeiros.

Um fator intrínseco à avaliação de crédito corporativo é a avaliação da reputação e responsabilidade social da empresa. Assim, de acordo com Graham, Maher e Northcut (2001), analistas de crédito utilizam variáveis que envolvem fundos destinados ao pagamento de custos de litígios, provisões e contingências ambientais no processo de avaliação de risco de títulos de dívida. Conforme estes autores, tal evidência mostra-se consistente aos achados de Bath e McNichols (1994) que encontraram relação entre o número de cartas de autuações endereçadas aos responsáveis pelas práticas ambientais com os *ratings* de créditos. Ferreira, Borba e Rosa (2014) afirmam que para sustentar a reputação social e ambiental é admirável que a empresa atue de forma transparente transmitindo confiança. Uma competente administração reconhece, mensura e evidencia sua responsabilidade socioambiental contabilmente, uma vez que omiti-la pode representar um risco associado a maiores pressões de *stakeholders* externos.

2.4 Disclosure: provisões e passivos contingentes

A possibilidade de litígios faz-se presente em quase todos os aspectos do ambiente de negócios, sendo assim, prestar-lhe o devido tratamento, deve-se a considerável amplitude das possíveis perdas deles advindas (BURNSIDE, 2004; HENNES, 2014). Nesse contexto, o reconhecimento ou não dos litígios nos balanços contábeis gera impactos nas análises

econômico-financeiras, uma vez que se compreende que a divulgação destes ao mercado, mesmo como contingências pelas empresas, seja relevante para que os usuários externos possam ter acesso às informações sobre possíveis riscos intrínsecos à entidade. E assim, tais informações, restritas somente aos usuários internos, tornam-se públicas a outros interessados no desempenho da firma (KENNEDY; MITCHELL; SEFCIK, 1998).

Surge, então, o desafio da profissão do contador, contabilizar essas incertezas (BARTH; MCNICHOLS; WILSON, 1997; DAVIDSON; CHRISMAN, 1994; THISTLETHWAITE, 2011). A categorização incorreta, intencional ou não, das informações destas perdas litigiosas pode resultar em demonstrações financeiras que não representam a situação real da empresa, provendo informações que podem impedir a correta tomada de decisão de credores e demais usuários, uma vez que estas retratam diferentes realidades da posição patrimonial da empresa (KENNEDY; MITCHELL; SEFCIK, 1998).

Ao contrário da forma que ocorre a materialização da maioria dos ativos, a origem dos passivos é, muitas vezes, ocasionada por transações sem contra partida, tais como os passivos litigiosos que geram perdas decorrentes de eventos fora do controle da empresa (BALDOINO; BORBA, 2015). Há complexidades advindas da natureza destes passivos e suas consequentes questões de mensuração, e nesse contexto os efeitos contra intuitivos frequentes na definição da base de cálculo destes passivos (BARKER; MCGEACHIN, 2013; MCGREGOR, 2013).

Sendo a composição e o impacto dos passivos das empresas uma das preocupações corriqueiras de credores e investidores; os litígios, representados nos passivos contingentes e provisões são fatores que causam inquietação devido à possibilidade de afetar, de forma relevante, o patrimônio e o risco dos negócios (MESQUITA; RIBEIRO; CARMO, 2018). Os autores citados reconhecem o passivo contingente como um risco encoberto porque esse não é divulgado no balanço, e nem mesmo no demonstrativo de resultado, relatórios que proveem os valores de grande parte das análises financeiras. Scarpin, Macohon e Dallabona (2014) pontuam que há relevante imprecisão nos custos de passivos contingentes divulgados pelas empresas brasileiras. Além disso, faz-se necessário compreender que, devido ao processo de internacionalização das empresas, estas estão mais expostas a aspectos legais de diferentes nações o que pode gerar maiores perdas (MURCIA; SANTOS, 2009).

Para Hennes (2014), em se tratando de passivos contingentes, a falta de pesquisas é, em parte, devido à qualidade das informações contábeis evidenciadas nos demonstrativos financeiros. Para o autor, os atuais métodos de divulgação fornecem detalhes quantitativos limitados em relação à extensão da perda esperada, embora seja reconhecida a importância

dos litígios. Analistas das demonstrações contábeis afirmam que as divulgações existentes não são adequadas ou eficazes em ajudá-los na avaliação de relações, de prazos e de valores dos passivos contingentes, incluindo aqueles relacionados aos litígios (FASB, 2007).

Em 2016, via ação judicial, a SEC acusou uma empresa de manipular a divulgação de contingências, sendo o primeiro caso relativo ao assunto. Recentemente, em relatório emitido pelos consultores e auditores da Deloitte (2020), o tópico esteve entre os oito mais comentados em cartas enviadas à comissão americana de valores mobiliários que continua a monitorar, rigidamente, tais divulgações e a realiza comentários quando estas não estão em conformidade com as regras e regulamentos tanto do US GAAP quanto da comissão de valores mobiliários americana. Dentre os comentários, a SEC pontua: a falta de especificidade da natureza do assunto, a falta de quantificação dos valores provisionados ou o motivo pelo qual a estimativa não pode ser feita, a falta de detalhes sobre julgamentos e premissas subjacentes a provisões significativas, o uso de linguagem pouco clara nas divulgações, bem como a ausência de divulgação de uma política contábil referente à contabilização de custos legais e incertezas na recuperação de perdas de contingências (DELLOITTE, 2020).

Conforme o CPC 25, um passivo contingente é uma obrigação possível que resulta de eventos passados e cuja existência será confirmada apenas pela ocorrência ou não de um ou mais eventos futuros incertos não totalmente sob controle da entidade. Um passivo contingente pode ser definido como uma obrigação presente que resulta de eventos passados, entretanto, não há o reconhecimento deste passivo no balanço, pois “não é provável que uma saída de recursos que incorpora benefícios econômicos seja exigida para liquidar a obrigação; ou o valor da obrigação não pode ser mensurado com suficiente confiabilidade” (CPC 25, 2009). Referente ao conceito de provisão, o pronunciamento contábil define este tipo de obrigação como passivo de prazo ou valor incerto, acompanhando a mesma definição do IASB e da Deliberação nº 489/05. No Quadro 4, encontram-se as abordagens que se referem à probabilidade de ocorrência e tratamentos contábeis para essas obrigações:

Quadro 4 – Tratamento contábil do pronunciamento técnico CPC 25

Probabilidade de ocorrência do desembolso		Tratamento Contábil
Obrigação presente provável	Mensurável por meio de estimativa confiável	Uma provisão é reconhecida e é divulgada em notas explicativas
	Não mensurável por inexistência de estimativa confiável	Divulgação em notas explicativas
Possível (mais provável que não tenha saída de recursos do que sim)		Divulgação em notas explicativas
Remota		Não divulga em notas explicativas

Fonte: Martins, Gelbcke, Santos (2018), p. 1119.

Ribeiro A., Ribeiro M. e Weffort E. (2013) asseveram que as provisões necessitam ser contabilizadas nas demonstrações somente quando houver possibilidade de mensurar o valor deste desembolso. Além disso, os autores reforçam que uma provisão é resultado de uma transação ocorrida no passado ou no presente, fora das condições normais e não embasada em contratos ou emissão de nota fiscal que pode causar saída de caixa futuros. O Quadro 5 apresenta os requisitos do CPC 25 que deveriam ser divulgados pelas empresas no tocante às provisões presentes nos parágrafos 84 e 85 da norma.

Quadro 5 – Itens das provisões requeridos pela norma CPC 25

Provisões
a) o valor contábil no início e no fim do período;
b) provisões adicionais feitas no período, incluindo aumento nas provisões existente;
c) valores utilizados (ou seja, incorridos e baixados contra a provisão) durante o período;
d) valores não utilizados revertidos durante o período;
e) o aumento durante o período no valor descontado a valor presente proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer mudança na taxa de desconto;
f) uma breve descrição da natureza da obrigação e o cronograma esperado de quaisquer saídas de benefícios econômicos resultantes;
g) uma indicação das incertezas sobre o valor ou o cronograma dessas saídas. Sempre que necessário para fornecer informações adequadas, a entidade deve divulgar as principais premissas adotadas em relação a eventos futuros, conforme tratado no item 48;
h) o valor de qualquer reembolso esperado, declarando o valor de qualquer ativo que tenha sido reconhecido por conta desse reembolso esperado.

Fonte: Elaborado pelo autor. Nota: Faz-se necessário esclarecer que a norma exige a divulgação para as provisões do efeito de qualquer mudança na taxa de desconto e do valor de qualquer reembolso esperado, declarando o valor de qualquer ativo que tenha sido reconhecido por conta desse reembolso esperado e, para passivos contingentes, a possibilidade de qualquer reembolso. Contudo, esses itens se enquadram em ambientes e situações bastante específicas, não sendo aplicáveis à maioria das empresas.

Em alguns países, ainda é comum os formuladores das demonstrações contábeis cometerem equívocos ao definirem provisões como acumulações discricionárias correntes, depreciação e *impairment* (ACAR; OZKAN, 2017). Sendo tais acumulações, passivos decorrentes de apropriação por competência, também conhecidos como *accruals*, obrigações concretas que devem ser reconhecidas no seu período de competência e não têm condição de incerteza acentuada. Assim sendo, há necessidade de se diferenciar as provisões derivadas de apropriações por competência, uma vez que estas “são caracterizadas como obrigações já existentes, registradas no período de competência, sendo muito pequeno o grau de incerteza que contêm; tão pequeno que não caracteriza esse genuíno passivo como provisão” (MARTINS; GELBCKE; SANTOS, 2018, p.993).

A possibilidade de provisões serem equivocadamente avaliadas como *accruals* podem distorcer as avaliações de apropriações por competências, e assim comprometer avaliações presentes em métodos, como o modelo modificado de Jones (1991), com frequência, utilizado por estudiosos com os valores do *accruals* discricionários e não discricionários para detectar e analisar o gerenciamento de resultados em empresas. O gerenciamento de resultados abrange a superestimação de ganhos que ultrapassam processos normais de operação e de investimento. Estes podem ser colocados em prática como, por exemplo, por meio de uma superprodução, de um aumento agressivo de vendas e/ou de uma redução das despesas discricionárias (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL 2005).

Para Martinez (2013), a literatura brasileira tem acompanhado a conceituação de gerenciamento de resultado da comunidade internacional, ao incorporar não somente as escolhas contábeis que podem distorcer os resultados divulgados nos relatórios financeiros, mas também as decisões operacionais ao longo do exercício financeiro. Para o autor, as decisões operacionais afetam diretamente o fluxo de caixa da empresa, entretanto, os *accruals* não possuem diretamente essa relação.

Com base na evolução contemporânea da literatura, propõe-se conceituar gerenciamento de resultados contábeis como o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação da demonstração de resultado (*disclosure*). Todas dentro dos limites das normas contábeis, visando influenciar as percepções sobre fatos econômicos subjacentes, que são refletidos nas medidas de resultado contábil (MARTINEZ, 2013, p.6)

Compreende-se o gerenciamento de resultado como uma técnica contábil decorrente de causas que “vão da tentativa de distribuir mais uniformemente os resultados anuais até a defesa de interesses particulares de gerentes e diretores, quando estes são remunerados com base nos resultados alcançados.” (RIBEIRO A.; RIBEIRO M.; WEFFORT E., 2013, p.5).

Ribeiro A., Ribeiro M. e Weffort E. (2013) realizaram entrevistas com auditores, com o objetivo de confirmar a possibilidade da prática de gerenciamento de resultados, no Brasil, com o uso de provisões tributárias legais. Constatou-se, nessa pesquisa, que a aplicação do referido pronunciamento é uma questão abrangente, uma vez que o processo envolve o parecer de consultores jurídicos, auditores e contadores, e que a prática de gerenciamento de resultado contábil (GR) pode ser reduzida quando existem boas práticas de governança corporativa e independência do conselho de administração. Os altos níveis de provisões sobre o contencioso tributário das empresas brasileiras é decorrente da subjetividade e complexidade da legislação brasileira. Gestores de empresas emissoras de títulos de dívidas

com cláusulas de *rating podem* atentar para a variação dos impostos, visto que valores extremados podem transparecer gerenciamento de resultado e resultar baixa na classificação dos *ratings* (CRABTREE; MAHER, 2009; IBRAHIM; BARBOSA; COSTA, 2019).

O IFRS trouxe mais clareza e praticidade à atribuição de probabilidade de perda ou ganho de uma ação ao utilizar a ideia de mais provável de perder do que ganhar. Ribeiro A., Ribeiro M. e Weffort E. (2013) sustentam que a probabilidade atribuída à provisão constituída, no caso do contencioso legal tributário, seja realizada com base em documentação interna existente, bem como em laudo proferido por advogados com valores, prazos e probabilidade de ocorrência destes eventos. A complexidade da legislação tributária no sentido de cobrir os gastos públicos no Brasil incentiva o gerenciamento tributário das empresas (GOMES, 2016).

De acordo com Gilio (2011), o principal critério introduzido pela norma CPC 25, diante das provisões, foi de que o passivo deve ser reconhecido como uma obrigação e seu valor provisionado somente caso este seja provável. Caso este seja considerado possível, não se deve reconhecer, no balanço, tais valores, enquadrando-os apenas como contingentes. Gilio (2011) reconhece a possibilidade de suavização e gestão de resultados decorrente da subjetividade de tratamento advinda da constituição de provisões, regulamentada pelo CPC 25, na contabilidade financeira. Para o citado autor, o termo “melhor estimativa”, apresentado no parágrafo 38, evidencia esta subjetividade observada na norma.

A aderência ao CPC 25 frente às normas do IFRS, referente à primazia da essência sobre a forma, trouxe, conforme Gilio (2011), uma aproximação dos conceitos empregados pela contabilidade gerencial e financeira. Para o autor, o fato de considerar o tratamento diferenciado, no tocante a essência econômica frente à tomada de decisão, traduz-se na possibilidade de maior prioridade da essência sobre a forma.

Prado (2014) analisou a trajetória da evolução da divulgação das provisões e das contingências passivas do setor elétrico no Brasil, tema que esteve entre os cinco tópicos mais comentados nas cartas enviadas a SEC pelo setor (DELLOITE, 2020). Os resultados do estudo de Prado (2014) sugerem que o maior aperfeiçoamento desses registros contábeis se deu entre os anos de 2010 e 2012. Na pesquisa, o autor observou melhorias visíveis no conteúdo descrito em notas explicativas das empresas com a vigência das normas do CPC 25. Riscos potenciais passaram a ser expostos com mais detalhes, e junto a eles, as incertezas centrais que as empresas estavam sujeitas. Para o autor, isso possibilitou aos usuários distinguir as entidades por meio das informações de suas contingências.

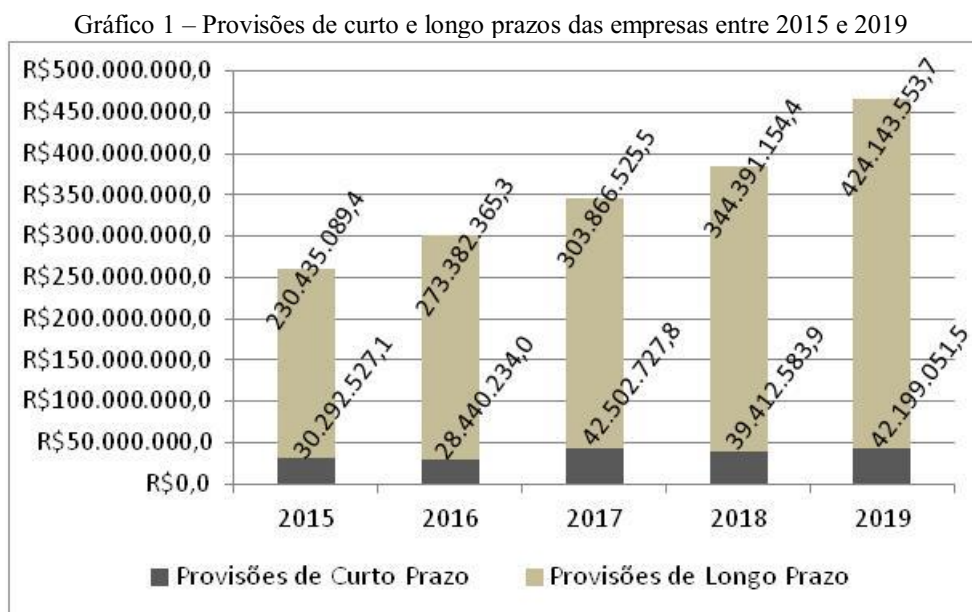
Leite (2018) realizou um comparativo dos itens apontados pelo IAS 37/ CPC 25, no ano fiscal de 2016, entre as 50 maiores empresas do Brasil e da França negociadas no mercado norte-americano por *American Depositary Receipts* (ADR). O estudo identificou que, independentemente da estratégia de análise de aderência da norma pelas empresas, quando se comparam os totais das amostras de empresas, ou ao se comparar somente aquelas negociadas em balcão, nos Estados Unidos, com as empresas negociadas, exclusivamente, no mercado local, o nível de transparência de divulgação nas empresas francesas é superior ao observado nas brasileiras. Tal evidência sustenta os resultados encontrados por Rathke et al. (2016) de que fatores peculiares dos países latinos, como Brasil e Chile, continuam a influenciar na aplicação do IFRS, embora essas nações tenham bons motivos para a adoção deste padrão com reconhecida qualidade.

Frente à subjetividade do IAS 37/ CPC 25, no uso da estratégia de reconfiguração de passivos contingentes, Mesquita, Carmo e Ribeiro (2018) concluíram que a interpretação no procedimento de decisão referente às provisões e passivos contingentes, impactou nos demonstrativos financeiros das entidades do setor elétrico, no período entre 2013 e 2015. Os autores demonstraram que mesmo após cinco anos de vigência das normas, as empresas elétricas continuam a usar erroneamente as nomenclaturas. A perda estimada em crédito de liquidação duvidosa continua sendo definida como provisão para crédito de liquidação duvidosa por 47, das 51 empresas.

Cunha e Ribeiro (2016) executaram um estudo sobre a divulgação, em notas explicativas, dos passivos contingentes e provisões de 26 empresas do setor elétrico, do Brasil, durante o período entre 1997 e 2014. Foi constatada uma evolução da divulgação dos passivos ambientais após a vigência da Norma e Procedimento de Contabilidade 22, definida pelo IBRACON. Conforme os autores, o resultado demonstrou que a Contabilidade pode servir, juntamente, com a legislação ambiental, como um fator para a melhoria do monitoramento das ações socioambientais das empresas.

Os relatórios de 19 empresas brasileiras, publicados em 2015, em IFRS, foram avaliados por Baldoino e Borba (2015) que observaram que 67%, em média, das contingências passivas eram de origem tributária. O que significa que disputas judiciais envolvendo agentes públicos e privados têm tido maior influência nas operações dessas empresas. Dentre os riscos associados às empresas, Baldoino e Borba (2015) ressaltam que há também processos movidos por competidores ou clientes, além de garantias dadas que possam vir a ser reclamadas ou não, bem como saídas de recursos decorrentes de possíveis impactos ao meio ambiente causados pela intervenção da empresa.

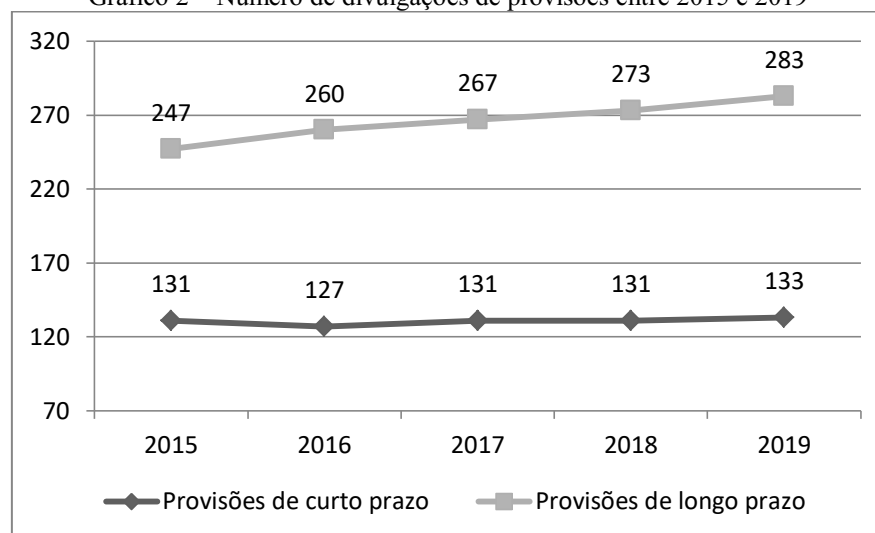
O Gráfico 1 apresenta a tendência do reconhecimento de valores, em reais, de curto e longo prazos, de provisões das empresas abertas na B3, com ações ordinárias, que dá o direito ao voto nas Assembleias Gerais, entre 2015 e 2019. É possível observar constante evolução no reconhecimento das provisões nos demonstrativos contábeis, embora os valores de curto prazo permaneçam estagnados, abaixo de R\$50.000.000, reduzindo-se assim sua representatividade no valor total, ano após ano.



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Economatica.

Além dos valores absolutos de provisões de curto prazo, divulgadas nos balanços, manterem-se em nível relativamente menores, o número de vezes que tais valores foram apresentados manteve-se constante ao longo do período de 5 anos, conforme Gráfico 2. Houve um acréscimo de 36 no número de divulgações de provisões de longo prazo, nos balanços contábeis emitidos entre 2015 e 2019, de 247 para 283, no entanto, não ocorreu acréscimo relevante no número anual de reconhecimento de provisões de curto prazo, correspondente a 133, permanecendo este valor praticamente o mesmo, com média de 130,6 nos 5 anos. Média próxima ao número de vezes de provisões apresentadas, no ano de início da série, de 131.

Gráfico 2 – Número de divulgações de provisões entre 2015 e 2019



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Economatica.

Conforme Lagrange, Viger e Anandarajan (2015) devido à complexidade das contingências passivas e provisões, existe a possibilidade da mensuração e classificação destas serem imprecisas. O que exerce influência na divulgação ao longo dos anos e, conseqüentemente, afeta o julgamento de usuários mais sofisticados, uma vez que estes requisitam informações que representem, de maneira fidedigna, as condições financeiras reais da empresa. Corroborando a ideia de que, ao contrário das dívidas e dos passivos genuínos que são divulgados no balanço patrimonial, os litígios não são apresentados explicitamente.

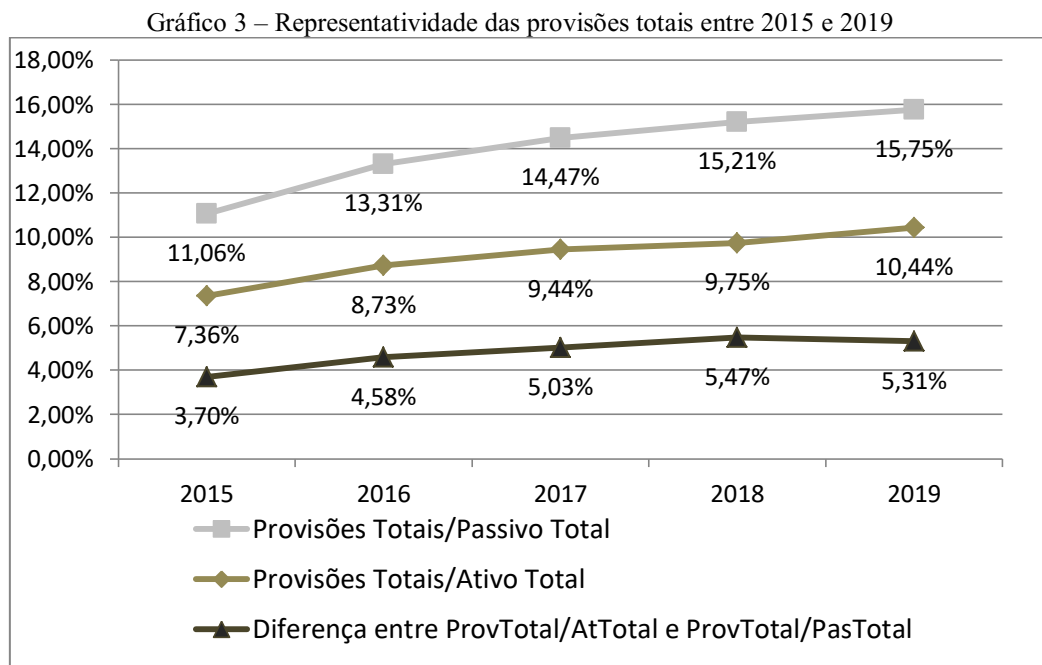
Para Ribeiro A., Ribeiro M. e Weffort E. (2013), uma vez que a aplicação do CPC 25, em se tratando de provisões legais tributárias, é um processo interdisciplinar que considera o laudo de consultores jurídicos, auditores e contadores, pode ocorrer inabilidade dos advogados, levando-os a desconsiderar os efeitos nas demonstrações financeiras dos laudos que emitem. E mesmo havendo a possibilidade de punição aos advogados, caso seja provada a emissão de laudo discrepante da realidade, a cultura brasileira não garante a sua punição (RIBEIRO A.; RIBEIRO M.; WEFFORT E., 2013, p.13). Contudo, os autores pontuam que a complexidade da legislação e o excesso de burocracia tornam mais difíceis o trabalho desses profissionais em realizar as projeções estatísticas.

Neste processo de reconhecimento de provisões e passivos contingentes, bem como adequada mensuração e divulgação, faz-se necessário assinalar, conforme Ferreira e Rover (2019), a acentuada insegurança jurídica no Brasil onde, apesar da Constituição buscar assegurar estabilidade nas relações jurídicas, a imprevisibilidade dos tribunais corrobora em um ambiente de negócios menos saudável, o que afasta investidores. Os citados autores

utilizam do exemplo das inconsistências nas decisões para o imposto estadual ICMS calculado juntamente com os tributos previdenciários PIS e COFINS.

O Gráfico 3 mostra a representatividade das provisões relativas aos ativos totais, e relativas também aos passivos totais das empresas abertas. Observa-se um constante aumento que pode ter sido ocasionado por uma tendência de maior acuidade da tratativa das obrigações de valores ou prazos incertos, diante do CPC 25, pelas companhias, no Brasil, ao longo dos últimos 5 anos. Em 2015, 11,05% do passivo total era composto por provisões, e este representou 15,75% em 2019, diferença de 4,70%, e aumento relativamente de 42%.

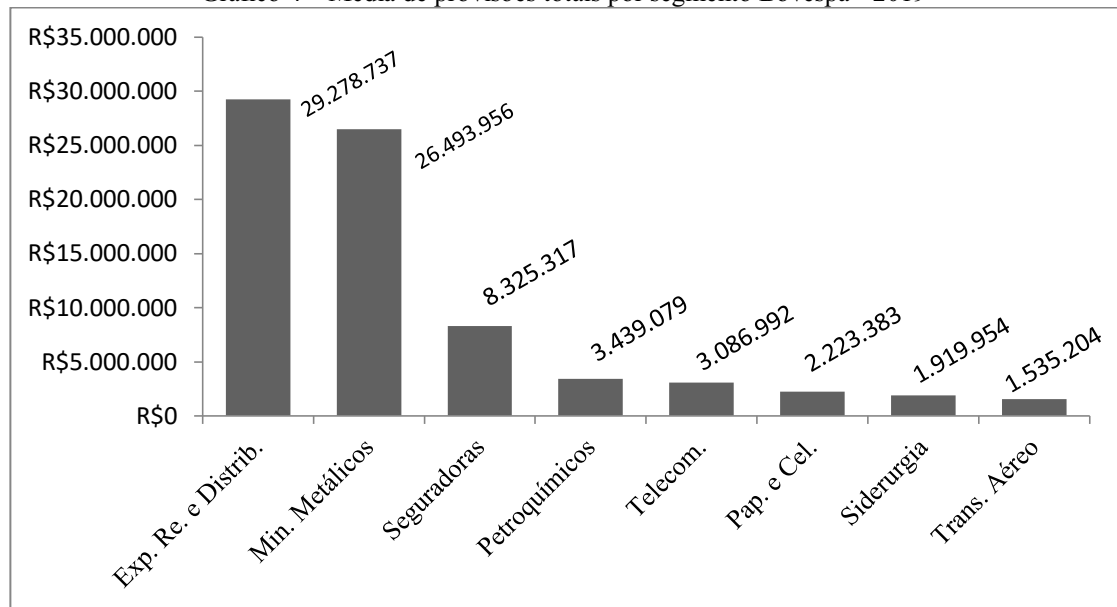
Assim como, embora em menor proporção, há um aumento da diferença de provisão total sobre ativo total de 3,09% que se iniciou com 7,36%, em 2015, e no final do período, 10,44%. Além disso, a diferença entre provisões totais sobre passivos totais e provisões totais sobre ativo total aumentou, passando de 3,70% para 5,31%, mostrando certa estabilidade ao longo dos 5 anos, mas necessitando de maior evidência dos dados para os próximos fechamentos.



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Economática.

Observa-se no Gráfico 4 que as médias de provisões reconhecidas nos balanços de 2019, por empresa, são, consideravelmente, maiores nos segmentos de exploração, refino e distribuição, e minerais metálicos, representando, respectivamente, R\$ 29.278.737 e R\$26.493.956.

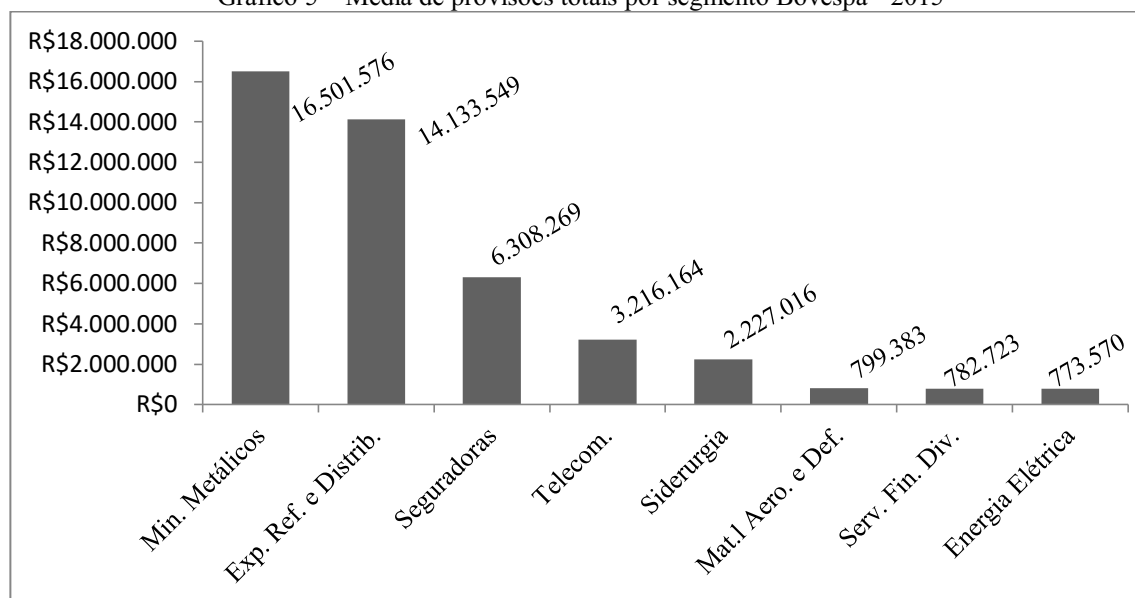
Gráfico 4 – Média de provisões totais por segmento Bovespa - 2019



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Economática.

Embora tenha ocorrido uma tendência de aumento nas médias de provisões reconhecidas nos demonstrativos em todos os setores, alguns segmentos como os de telecomunicações e siderurgia tiveram os valores reduzidos. Conforme Gráfico 5, no segmento de telecomunicações, a média foi de R\$3.216.164 em 2015, vindo para R\$3.086.992 em 2019; já no de siderurgia, a média de provisões era de R\$2.227.016 em 2015, e caiu para R\$ 1.919.954. Além disso, o setor de minerais metálicos foi o segmento que mais reconhecia provisões em 2015, tendo sua posição assumida pelo setor de exploração, refino e distribuição, como se observa em 2019. Faz-se necessário também descrever o aumento de 750% da média de provisões do setor petroquímico, nos últimos 5 anos. Este setor apresentava, em seus demonstrativos, uma média de R\$404.706 em 2015, para as empresas Braskem e GPC Part, elevando-se para R\$3.439.079 em 2019.

Gráfico 5 – Média de provisões totais por segmento Bovespa - 2015



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Economática.

Perdas de disputas judiciais podem ser significativas quando uma empresa processada opera internacionalmente. Caso o impacto adverso na condição financeira de uma empresa, advindo da liquidação de processos jurídicos, resulte em perdas milionárias, credores e investidores podem questionar se as empresas estão divulgando informações suficientes sobre os processos em andamento (DENNIS; KEITH, 1981).

Ferreira e Rover (2019) verificaram que as empresas brasileiras mais expostas às mudanças na probabilidade das perdas advindas de provisões e passivos contingentes, sejam aquelas emissoras de ADRs, listadas no Novo Mercado e que realizam alternância de auditoria. Os autores constataram também que as mudanças nas possibilidades de perdas das disputas jurídicas, estejam mais suscetíveis à materialidade financeira quanto: às expectativas de risco, ao tempo transcorrido do processo na justiça e ao elevado valor em disputa nos processos ambientais, trabalhistas e cíveis. Resultados que validam a proposição de Dennis e Keith (1981) de que empresas com atuação internacional, seja pela busca de financiamento externo representado pelas ADRs, são mais expostas às perdas decorrentes de obrigações com prazos ou valores incertos.

Cunha e Ribeiro (2016) afirmam que as obrigações de desativação e restauração ambientais foram um dos temas que mais se intensificaram com a divulgação dos passivos. Os autores reconhecem que empresas brasileiras e americanas, de setores específicos que impactam o meio ambiente, devem acatar legislações exclusivas que as obriguem a restaurar áreas exploradas excessivamente pela prática de atividades operacionais.

Há evidências de um progressivo aperfeiçoamento na divulgação dos passivos pelas entidades do mercado de capitais no Brasil. O CPC 25, que trata das provisões, tem sido útil no sentido de reduzir a assimetria informacional advinda da subjetividade e, conseqüente flexibilidade no julgamento dos riscos e incertezas inerentes a esses passivos, uma vez que as informações e valores presentes nos demonstrativos financeiros ainda não se mostram totalmente ajustados às normas (CUNHA; RIBEIRO, 2016).

Ribeiro A., Ribeiro M. e Weffort E. (2013) concluíram que o aperfeiçoamento da qualidade na divulgação não esteja somente relacionado às leis e a introdução do IFRS, mas também que tal condição seja resultado da ação de órgãos de controle, dentre estes a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o BACEN, o Instituto Brasileiro de Contadores (IBRACON) e o Conselho Regional de Contabilidade (CRC) com a atuação de suas comissões de ética, bem como, a independência dos conselhos de administração. Ferreira, Borba e Rosa (2014) reconhecem que maior fiscalização dos órgãos públicos tem intensificado as atuações e as disputas judiciais dando origem as provisões.

A atuação de maneira coercitiva, desempenhada pelos reguladores, resulta em incentivo para os agentes atuarem em determinado propósito, alinhando interesses comuns entre os participantes do mercado (BARTH; MCNICHOLS; WILSON, 1997; WATTS; ZIMMERMAN, 1978). Desse modo, os processos regulatórios abrangem a habilidade de se estabelecer regras, conferir licenças, de examinar a devida execução e, se indispensável, impor sanções, sejam elas punições ou recompensas, a fim de balizar a conduta futura (SCOTT, 2008). Assim, tratando-se da aplicação do SFAS 5 emitida pela FASB, que deu origem ao IAS 37 e serviu de referência à formulação do CPC 25, um dos motivos do aperfeiçoamento na divulgação das provisões e contingências remete-se ao aumento da fiscalização sob as empresas, devido à falta de composição de recursos satisfatórios para quitar as perdas de processos judiciais (CAMPBELL; SEFCIK; SODERSTROM, 1998; DU; STEVENS; MCENROE, 2011).

Ribeiro A., Ribeiro M. e Weffort E. (2013) encontraram evidências de maior ceticismo, qualidade do conservadorismo, por parte dos auditores, comparativamente a atuação dos advogados na avaliação de passivos. Os auditores estariam mais aliados aos interesses dos usuários de demonstrações financeiras que almejam a divulgação completa de todas as informações relevantes e necessárias para a tomada de decisões fundamentadas.

Auditores têm incentivos a interpretar as diretrizes de divulgação do FASB de forma mais conservadora (AHARONY; DOTAN, 2004; NELSON; KINNEY, 1997). Qualquer falta de divulgação decorrente da interpretação mais agressiva das normas quanto a possível

ocorrência de passivos pelos profissionais, pode estabelecer fundamentos para ações judiciais contra auditorias, gestores e diretores de empresas de capital aberto (AHARONY; DOTAN, 2004). Para resguardar a empresa contra essas possíveis ações ao não divulgar, em suas Demonstrações Contábeis, de forma completa, os prováveis desembolsos futuros, Szüster, Szüster e Szüster (2005) sugerem o uso da Demonstração do Patrimônio Líquido Efetivo, com o valor ajustado do passivo, que pode assegurar ao usuário a inexistência de passivos omitidos (SZÜSTER; SZÜSTER; SZÜSTER, 2005).

Para Mesquita, Carmo e Ribeiro (2018), nas condições de instabilidade econômica e políticas enfrentadas, atualmente, pelo Brasil, nas quais empresas elevam seus endividamentos e são coagidas, por cláusulas restritivas, a elevada subjetividade na definição de provisões e passivos contingentes atraem atitudes transigentes advindas dos cálculos dos números das demonstrações financeiras. Gestores tendem a influenciar os números contábeis para atingir metas e obrigações financeiras, bem como acordos de dívida estabelecidos por credores (LAMBERT, 2001).

Santos, Ponte e Mapurunga (2014) pontuam que, no cenário contábil do Brasil, dificilmente se esperaria a adoção da IFRS no curto prazo. Os autores reconhecem que em um país subdesenvolvido, baseado no sistema jurídico *code Law*, haveria dificuldades, para que uma adoção abrangente e completa do IFRS estivesse alinhada a um sistema arraigado na *common Law*, tradicionalmente adotado na cultura anglo-americana. Tal argumento corrobora a análise de Nobes (2006) de que as dificuldades de adoção do IFRS pelos países remetem-se aos diferentes mecanismos de controle (*enforcement*), governança corporativa, contexto institucional e cultural.

Douplik e Riccio (2006) reconhecem a adoção dos padrões contábeis como necessária, no entanto, não é condição suficiente para se alcançar os objetos de comparabilidade dos demonstrativos financeiros entre países. Para isso, os autores sustentam a ideia de que os contadores, em diferentes países, devam interpretar e aplicar, igualmente, os padrões aceitos para se alcançar a harmonização almejada.

Whitley (1999) assevera que os mercados financeiros de países com sistemas legais baseados no *common law* apoiam-se, majoritariamente, em mercados de capitais grandes e líquidos, descrito como *marked-based*. Já os mercados financeiros de países com sistemas legais, baseados no *code law*, apoiam-se em mercados de capitais menores, fracos e sem liquidez; apoiados em grande parte pelos bancos, conhecido como *bank-based*.

Prado, Ribeiro e Moraes (2019) observaram significativa diferença no *disclosure* contábil da IAS 37 ao comparar a evidenciação das provisões ambientais de 123 empresas com

as características institucionais e *enforcement* de seus países de origem. Utilizando-se uma amostra composta por empresas do *The Dow Jones STOXX Global Total Market Index*, de setores que exploram o meio ambiente de maneira intensa, os autores verificaram que o reconhecimento das provisões é, em certa medida, balizado por fatores culturais, políticos e financeiros da Alemanha, Austrália, Brasil, Canadá, China, França e Reino Unido. Para Prado, Ribeiro e Moraes (2019) embora existam pressões para uso do IAS 37 que objetivam elevar a comparabilidade contábil, pressões institucionais de aspecto coercitivo e mimético que sustentam interesses de *stakeholders* são conflitantes e induzem as empresas a não reportarem passivos contingentes ambientais conforme as diretrizes do IASB.

Para Choi e Meek (2004) países com o sistema jurídico *common law* têm como premissa a transparência e a apresentação justa. Os mercados de capitais, nesses países centrados na abertura de capital das empresas com ações em bolsas, são a origem fundamental de financiamento das empresas. Por outro lado, as nações de sistema jurídico *code law*, com orientação legalista e reduzido nível de *disclosure*, têm os bancos como origem fundamental de financiamento.

Conforme La Porta et al. (1998) países com o sistema jurídico *common law*, normalmente, estão propensos a terem menos leis, e as vigentes são menos complexas, permitindo aos julgadores maior capacidade de análise e atuação. Por outro lado, países com o sistema jurídico *code law*, como o Brasil, geralmente, possuem um intrincado e complicado conjunto de leis que regem a atuação dos julgadores, restringindo-lhes a capacidade de modernizar as práticas de julgamento frente ao processo natural de desenvolvimento da sociedade, o que torna a prática jurídica bem mais lenta se comparada à realizada por nações que adotam o sistema *common law*.

Uma vez que o sistema jurídico é baseado em leis tributárias, as provisões e contingências passivas podem emergir a partir de diversos casos envolvendo impostos. Uma contingência tributária pode surgir após a vigência de um novo tributo ou alteração de alíquotas em que ocorrem situações imprecisas nos textos da lei. Gera-se, assim, uma lacuna para erros, e abre-se espaço para processos judiciais para sua reparação (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2018).

Na busca por informações relevantes e que possam ser comparáveis, embora o CPC 25 esclareça que em um processo considerado provável deve-se reconhecer o valor estimado da perda, para Ferreira e Rover (2019) ainda é comum encontrar litígios classificados com chance de perda provável sem o devido valor da provisão, ou com este menor ou maior

quando comparado ao processo na justiça, além de litígios classificados como possíveis ou remotos com valores provisionados.

Nesse contexto, entre os usuários externos destas informações das empresas, credores e CRAs que avaliam a qualidade de crédito das firmas, utilizando-se de projeções de endividamento e alavancagem das empresas que são compostas por valores provisionados. Tais avaliações de crédito são de preocupação aos gerentes corporativos, devido aos desafios associados às classificações de crédito, como as cláusulas restritivas ligadas a essas classificações (KISGEN, 2006, 2007). Por isso, compreender o que determina as classificações de crédito é uma tarefa útil, não somente para moldar sistemas e processos internos adaptados aos das CRAs, mas também para ter conhecimento do que pode influenciar o *spread* de crédito de títulos de dívida (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008).

2.5 Value Relevance

O fenômeno da divulgação das informações financeiras pode ser explicado sob a perspectiva da pesquisa baseada em associação que analisa os efeitos ocasionados pela divulgação nos ativos de investidores (VERRECCHIA, 2001). Nesse contexto, a divulgação pode remeter-se aos índices calculados com base nos valores dos balanços contábeis que medem a solvência e a liquidez, e podem ser utilizados no monitoramento de contratos de dívidas, e quando certas proporções atingem determinados valores gera-se uma investigação da solvência do devedor. Sendo tais divulgações financeiras em balanços contábeis funções, em particular, de fatores regulatórios e questões litigiosas, ligados às provisões, que desempenham função na evidenciação dos balanços (HOLTHASEN; WATTS, 2001).

A teoria da divulgação se baseia em padrões de análise e evidências empíricas advindos da teoria econômica que elucidam e profetizam a realidade (VERRECCHIA, 2001), o que corrobora com os objetivos dessa dissertação. A vigência do CPC 25, embasado na IAS 37, como parte da convergência internacional das normas contábeis que auxiliam no preparo dos balanços contábeis, trouxe para o contexto brasileiro uma nova abordagem na tratativa das provisões e dos passivos contingentes, tais passivos intrínsecos aos litígios e fatores ambientais. Entre os diversos critérios de avaliação de crédito, conforme Conselho Monetário Nacional (CMN), na Resolução 2682/1999, no Brasil, instituições provedoras de crédito devem avaliar as contingências como fatores determinantes de inadimplência.

Uma vez que as contingências são instâncias de incertezas nos demonstrativos financeiros referentes a processos cognitivos, usuários sofisticados, como credores altamente

avessos ao risco, tendem a se especializar em avaliar (CAPRIOTTI; WALDRUP, 2005). No que diz respeito à relação entre empresa e credores, os demonstrativos financeiros devem exercer a função de diminuir a assimetria informacional, não somente no momento pré-contratual, reconhecido pela seleção adversa, como no pós-contratual, relativo ao risco moral (AKERLOF, 1970). O aspecto da seleção adversa das taxas de juros é resultado do fato de devedores terem diferentes capacidades para honrar empréstimos (STIGLITZ; WEISS, 1981).

A entrada em vigor do IAS 37, no Canadá, substituindo a norma definida pelo *Canadian Institute of Chartered Accountants* (CICA), gerou impactos nos julgamentos de avaliações de credores canadenses (LAGRANGE; VIGER; ANANDARAJAN, 2015). Ainda que o ato de conceder empréstimos não tenha sido influenciado pela mudança, conforme autores citados, há evidências significantes de que os prêmios de risco variaram de acordo com o tipo de demonstração financeira disponibilizada aos credores a partir da vigência do IAS 37. Há evidências de que as taxas cobradas em cima do risco mudaram devido aos formatos dos demonstrativos financeiros, comparativamente aos requisitos canadenses, aos requisitos originais do IAS 37 e aos requisitos propostos no *exposure draft* do IAS 37.

No Brasil, embora a vigência do CPC 25 tenha refletido na melhoria da divulgação de contingências, ainda carece de melhor prática, conforme evidenciado no tópico 2.4, o que corrobora a falta de estudos de *value relevance* utilizando-se desses elementos contábeis. No entanto, uma vez que as provisões reconhecidas em balanço são números prováveis e confiáveis como determina a norma contábil, tais valores podem ser úteis nesse tipo de avaliação. Sendo assim, como não foram localizados estudos que envolvam as implicações econômico-financeiras de obrigações de valores ou prazos incertos tributárias, sociais, cíveis e ambientais, reconhecidas como provisões, em prover análise financeira de riscos de crédito, esta pesquisa tem como hipótese principal:

H1: O reconhecimento das provisões influencia os *ratings* corporativos.

Tal estudo é essencial para ampliar o conhecimento da relação entre os riscos de reputação, legal, ambiental e regulatório, e o desempenho econômico-financeiro das empresas verificado pela classificação de crédito. Em nível internacional, essa área de pesquisa também se mostra pouco explorada, sendo esta, em grande parte, concentrada em pesquisas de impactos ambientais no risco de crédito relativo aos títulos corporativos (LAGRANGE; VIGER; ANANDARAJAN, 2015).

A relação entre homem e meio ambiente tem sido abalada pelo aumento da produção de bens e serviços, assim sendo, a atenção às contingências passivas e provisões ambientais são, corriqueiramente, objetos relevantes de estudos nacionais (CUNHA; RIBEIRO, 2016;

FERREIRA; BORBA; ROSA, 2014; SCARPIN; MACOHON; DALLABONA, 2014) e internacionais (BABOUKARDOS, 2017; LOPES; REIS, 2019; SCHNEIDER; MICHELON; MAIER, 2017). Para Schneider (2011) há evidências de que firmas com alto risco ambiental são mais propensas ao risco de falência. O rompimento da barragem de mineração, no município de Mariana, no Brasil, elevou esse risco, e sugeriu que ainda existam deficiências em relação à gestão de risco no setor e na contabilidade via relatórios adequados (BURRITT; CHRIST, 2018). Acidentes ambientais podem impactar, negativamente, a avaliação de empresas que divulgam menos informações das atividades ambientais (BLACCONIERE; PATTEN, 1994).

Profissionais de investimento são desafiados a considerar os aspectos ecológicos em suas decisões de investimento (HÖCK; KLEIN; LANDAU; ZWERGEL, 2020), uma vez que valores de provisões ambientais possam ser descontados pela taxa livre de risco ajustada pelo risco de crédito, e que as empresas mais expostas aos investidores internacionais, seja por meio da negociação de ADRs, mantenham relatórios em US GAAP (SCHNEIDER; MICHELON; MAIER, 2017) e tenham um diferencial devido à necessidade de se adequar às exigentes resoluções ambientais, cíveis e tributárias impostas pelo mercado americano (FERREIRA; ROVER; 2019), formula-se, então, a hipótese abaixo:

H2: O reconhecimento das provisões das firmas expostas ao mercado norte-americano é mais provável para influenciar os *ratings*.

Schneider (2011) reconhece que o monitoramento ambiental das empresas têm se tornado uma atividade cada vez ampla para as empresas de contabilidade, auditores e reguladores governamentais, e também é uma preocupação para diretores e investidores, dado o seu efeito no valor da firma. A formalização do mercado de crédito de carbono tem transformado a quantificação do desempenho ambiental em uma atividade ainda mais importante nas operações das empresas (SCHNEIDER, 2011).

Em estudo destinado a firmas francesas, sujeitas a um extensivo regulamento de relatórios de sustentabilidade, comparativamente às empresas de outras nações, Baboukardos (2017) assevera que as provisões ambientais, reconhecidas nos balanços contábeis, das firmas francesas, podem ser avaliadas positivamente por investidores. O autor reconhece que a área corporativa esteja sendo influenciada para ampliar o escopo do *disclosure* mandatário com relatórios de sustentabilidade e que há uma necessidade de relatórios mais integrados que consideram a interação de informações financeiras e não financeiras e suas implicações na avaliação corporativa realizada pelo mercado.

Ferreira, Borba e Rosa (2014) realizaram uma análise do impacto no desempenho econômico das informações ambientais divulgadas de 129 empresas negociadas na NYSE. O estudo fez uso da divisão da amostra entre firmas com alto, médio e baixo potencial poluidor, e por região de origem das matrizes. Conforme a análise dos autores, embora as firmas da amostra exerçam atividades poluentes, 70% da amostra analisada dos dados não faz nenhuma menção a contingências ambientais, o que pode ter sido ocasionado por vários fatores como a transparência contábil, cultura, baixa regulamentação e *enforcement*. Ferreira, Borba e Rosa (2014) verificaram que as contingências poderiam reduzir o lucro líquido em mais de 50% ou até mesmo acarretar prejuízos para 17% das empresas; e para quase 75% das empresas, as contingências são insignificantes para o lucro líquido.

Para Schneider, Michelon e Maier (2017) não há atenção necessária à dinâmica de estimação dos passivos ambientais reconhecidos nos balanços contábeis, e a literatura da contabilidade ambiental deveria ser mais explorada, pois grande parte encontra-se dedicada aos passivos ambientais implícitos e divulgados voluntariamente. Grahan e Maher (2006) verificaram que para o mercado de crédito há maior relevância dos valores estimados de obrigações ambientais por agente externos, como as agências de proteção ambiental, do que dos reconhecidos nas demonstrações contábeis. Isso indica que estimativas realizadas por órgãos considerados mais independentes exercem função relevante no processo de determinação da qualidade de crédito das empresas e títulos de dívidas.

Faz-se necessário considerar que o efeito econômico dos passivos ambientais pode permanecer além do período operacional da empresa, ao contrário de passivos financeiros, e assim exercer maior impacto aos ativos da empresa. Mesmo em caso de inadimplência da empresa, os passivos ambientais permanecem conectados aos ativos dela, reduzindo fluxos de caixa líquidos futuros dos credores que possam vir a assumir o seu controle (SCHNEIDER; MICHELON; MAIER, 2017).

Mesquita, Carmo e Ribeiro (2018) constataram que uma mudança na estimativa de 20% nos valores dos passivos contingentes das empresas elétricas, no ano 2015, pelo CPC 25 que os tornassem provisões levaria a significativa perda no ROA, retorno sobre o ativo. Isso reduziria a capacidade financeira média das empresas em honrar suas obrigações, de curto e longo prazos, com credores. Polito (2019) ressalta que passivos contingentes e provisões podem afetar o valor de mercado da Eletrobrás, maior companhia elétrica da América Latina. Uma possível venda da empresa, que conduziria à sua privatização, seria influenciada pelos passivos litigiosos, sendo grande parte dos valores em processo na justiça advinda de empréstimos compulsórios, fonte de recursos para a expansão do setor elétrico no Brasil.

Para Lopes e Reis (2019), embora companhias de Portugal e Reino Unido façam o uso do IAS37, é possível afirmar que os formuladores das demonstrações contábeis seguem diferentes abordagens ao reconhecer, mensurar e divulgar as informações dos elementos da norma. As provisões se apresentaram relevantes no preço das ações para estes países, ainda que com relevância menos negativa em Portugal. Já os passivos contingentes não alcançaram relevância, exceto para as firmas portuguesas que tinham um comitê de risco presente no conselho dos diretores (LOPES; REIS, 2019). Tal achado pode ser considerável ao evidenciar uma característica da governança corporativa, representada pelo comitê de risco, diante da divulgação das obrigações com prazos ou valores incertos.

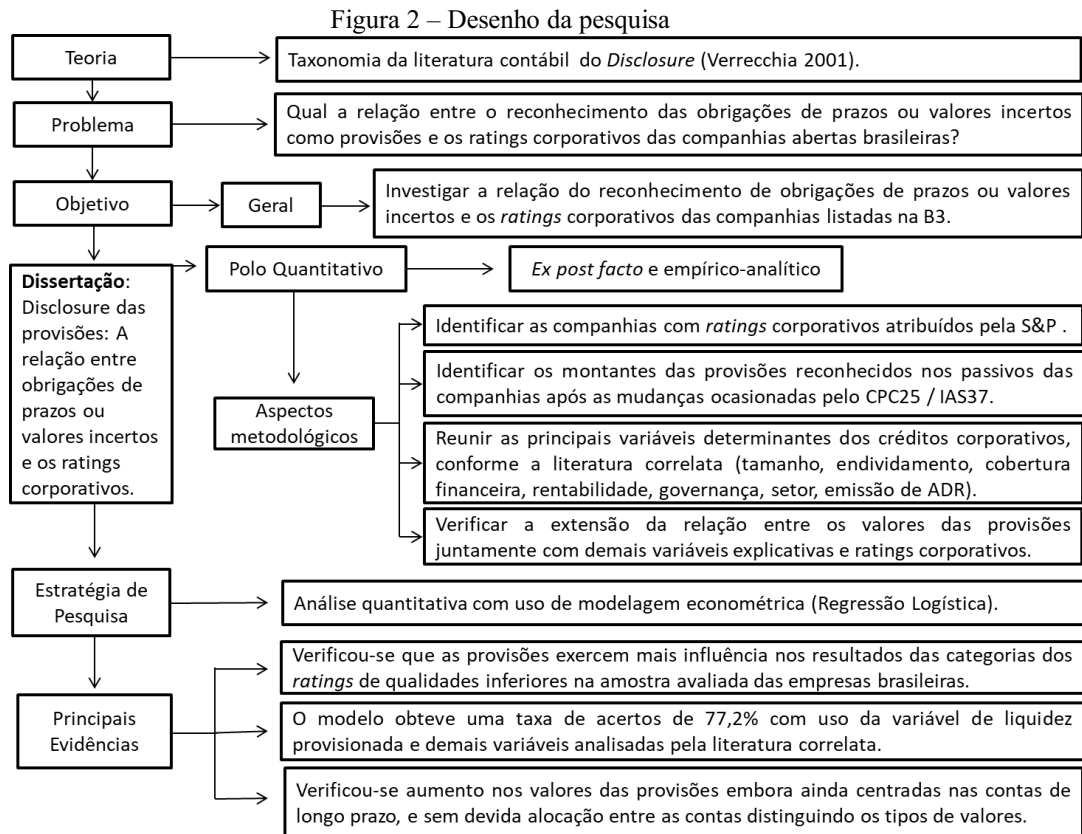
Considerando que aplicação do pronunciamento do CPC 25 é uma demanda multifacetada, as práticas de governança corporativa também podem contribuir para a redução do gerenciamento de resultado contábil com o uso de provisões do contencioso legal (RIBEIRO A.; RIBEIRO M.; WEFFORT E., 2013). Uma vez que o *disclosure* possa estar associado à governança corporativa (BALDOINO; BORBA, 2015), formula-se a seguinte hipótese:

H3: O reconhecimento das provisões das firmas com diferentes aspectos de governança corporativa é mais provável de influenciar os *ratings*.

O gerenciamento de resultado deve ser mitigado não somente pela lei e atuação dos órgãos de controles, mas também pelos processos e ações de controles internos da organização, boas práticas de governança, ética e independência do conselho (RIBEIRO A.; RIBEIRO M.; WEFFORT E., 2013). Empresas que reconhecem provisões são mais propensas a terem maiores conselhos de administração, concentração de propriedade e proprietários institucionais, bem como menos provável dualidade nas funções de CEO que se remete por não designar ao CEO o papel de presidente do conselho de administração (ACAR; OZKAN, 2017). Aspectos da governança corporativa como a remuneração variável dos executivos afetam o gerenciamento tributário (GOMES, 2016), que pode resultar em contestações na justiça, e consequentemente em provisões fiscais, caso se utilize de meios ilícitos.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Os principais procedimentos metodológicos utilizados para a realização dessa investigação são apresentados neste capítulo. Na Figura 2, apresenta-se o desenho da pesquisa com os principais aspectos da dissertação abordados de forma geral:



Fonte: Elaborado pelo autor.

Para delimitação da pesquisa utilizou-se a teoria do *Disclosure* sustentando o papel da contabilidade em criar normas que corroborem informações para os usuários externos. O problema da pesquisa emergiu da necessidade de se investigar o papel do reconhecimento das obrigações de prazos ou valores incertos como fator determinante de análise de crédito pelas CRAs, uma vez que tais valores, reconhecidos em demonstrativos contábeis, compõem os passivos e trazem, em certa medida, aspectos de reputação. A revisão da literatura de obrigações de prazos ou valores incertos e *ratings* demonstrou carência de estudos que sustentassem o debate de avaliação de crédito realizada pelas CRAs, compostas por tais elementos contábeis.

3.1 Amostragem, coleta e processamento de dados

Como critério de definição da amostra das empresas deste estudo, listadas no Apêndice A, considera-se: (i) aquelas listadas na B3, excluindo aquelas classificadas no setor Banco; (ii) aquelas que possuem históricos de *ratings* corporativo em moeda estrangeira de longo prazo entre 2011 e 2020 emitidos pela S&P; e (iii) aquelas que possuem informações econômico-financeiras necessárias, o que inclui o reconhecimento de provisões ao longo da análise do período de 2010 a 2019. Tais requisitos permitiram uma amostra de 40 empresas para todo o período.

A escolha pelo *rating* corporativo da agência de risco S&P ocorreu devido esta CRA ter emitido maior número de vezes classificações corporativas de longo prazo para empresas brasileiras, comparativamente às agências Moody's e Fitch. A exclusão da segmentação bancária foi relevante pelas diferenças na estrutura das demonstrações contábeis entre empresas financeiras e não financeiras, que podem ocasionar distorções nos resultados.

No Apêndice B, é apresentado o histórico dos *ratings* emitidos no período de 10 anos para amostra das empresas analisadas, faz-se necessário pontuar que algumas empresas tiveram os *ratings* modificados ao longo de cada ano, contudo, neste estudo, utilizou-se o primeiro *ratings* do ano fazendo-se referência aos dados contábeis anuais do(s) ano(s) anterior(es). A escolha por essa periodicidade se deu, pois embora os relatórios trimestrais forneçam informações mais oportunas, os relatórios anuais fornecem, consideravelmente, mais detalhes com mais garantia de auditoria (HEFLIN; SHAW; WILD, 2011).

A coleta de dados se efetivou pelo levantamento de dados secundários em banco de dados. Os históricos de *ratings* da S&P foram extraídos da plataforma *Thomson Reuters Eikon*®, os dados dos demonstrativos contábeis e as características das empresas representadas pela internacionalização financeira (ADR) e governança corporativa (listagem) da plataforma *Economática*®.

3.2 Construção das variáveis de pesquisa e modelo

A variável dependente que se pretende explicar é o *rating* corporativo emitido pela agência de risco S&P. Para utilizar esta variável, como exposto no Quadro 6, foram associados graus aos *ratings*, sendo o *rating* AAA equivalente ao grau 1, e, na sequência, os demais *ratings*, sendo o grau 6 aos *ratings* mais baixos: CCC, CC, C e D (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008; GRAHAM; MAHER; NORCUT, 2001; SENGUPTA, 1998).

Quadro 6 – Variável categorizada e grau de rating

Variável categorizada	Grau de Rating
1	AAA
2	AA
3	A
4	BBB
5	BB e B
6	CCC, CC, C e D

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir da revisão de literatura.

O estudo reuniu alguns determinantes dos créditos corporativos conforme a literatura correlata (margem líquida, cobertura financeira, alavancagem, tamanho, endividamento, governança, internacionalização financeira) acrescentando-se a *proxy* liquidez provisionada. Sendo esta uma analogia entre os valores do ativo circulante e o total de provisões reconhecidas nos balanços, embasados na norma da CPC 25/IAS 37. Assim, representando a extensão da relação entre os valores das provisões, juntamente com as demais variáveis explicativas e os *ratings* corporativos. O ativo foi escolhido por representar uma medida comparativa aceitável (CHEN; CHO; PATTEN, 2014) e estável de tamanho relativo das empresas (GLEASON; MILLS, 2002).

O processo de seleção das variáveis independentes se baseia em avaliar alguns aspectos caracterizados pela contribuição dos indicadores econômico-financeiros, assim como utilidade dos índices, praticidade e segurança. Para identificação das variáveis independentes, na organização dos dados na emissão dos relatórios definiram-se os respectivos construtos: “LIQ_PROV” para liquidez provisionada, “MARG_LIQ” para margem líquida, “COB_FIN” para cobertura financeira, já alavancagem representada pela “ALAV”, log do ativo pelo “TAM”, endividamento “END_GERAL”. Já para as variáveis binárias: internacionalização financeira e governança corporativa, determinou-se, respectivamente, “INT_FIN” e “LIST_BOV”. Logo, representando a variável dependente dos graus definiu “GRAU”.

As variáveis contábeis e características corporativas, presentes no Quadro 7, examinadas neste estudo, são um subconjunto daquelas variáveis que S&P e Moddy’s afirmam utilizar, e demais fatores com poder explicativo advindo de outras pesquisas. Contudo, o estudo atentou-se em não repetir as variáveis explanatórias em diferentes *proxies*, no sentido de prevenir multicolinearidade, uma vez que os números que representam o mesmo elemento contábil geram *proxies* com poder preditivo geralmente próximo uns dos outros.

Quadro 7 – Indicadores econômico-financeiros

Variável Dependente	Proxy	Sinal	Fundamentação	Fonte
<i>Rating</i>	Nota de crédito de longo prazo emitida no ano subsequente a divulgação do balanço.		Graham, Maher, Northcut (2001)	<i>Thomson Refinitiv Eikon</i>
Variáveis Independentes	Proxy	Sinal	Fundamentação	Fonte
Liquidez Provisionada	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Provisões Totais}}$	+	Lagrange, Viger, Anadarajan (2015)	Economática
Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$	+	Brito, Assaf Neto (2008); Soares, Coutinho, Camargo (2012)	Economática
Cobertura Financeira	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Despesa Financeira Líquida}}$	+	Blume, Lim, Mackinlay (1998), Minardi, Sanvicente, Artes (2006)	Economática
Alavancagem	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Ativo Total}}$	-	Damasceno, Artes, Minardi (2008); Fernandino, Takamatsu, Lamounier (2014)	Economática
Tamanho	Log do Ativo	+	Bhojraj, Sengupta (2003); Murcia et al. (2014)	Economática
Endividamento Geral	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	-	Kamstra, Kennedy, Suan (2001), Ashbaugh-Skaife Collins LaFond (2006)	Economática
Internacionalização Financeira	Dummy: 1 para firmas com ADRs; 0 para outras.	+	Han, Shin, Reinhart, Moore (2008); Pereira, Martins (2015)	Economática
Governança Corporativa	Dummy: 1 para firmas no Novo Mercado e Nivel 2; 0 para outras.	+	Bhojraj, Sengupta (2003); Ashbaugh-Skaife, Collins, LaFond (2006)	Economática

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir da revisão de literatura.

Posto isso, faz-se necessário pontuar que a técnica da regressão logística pelo método de máxima verossimilhança, ao contrário da regressão linear múltipla, não pressupõe a existência de homogeneidade de variância e normalidade dos resíduos, além de assumir a

ausência de heterocedasticidade e multicolinearidade (FAVERO et al., p.441, 2009). Na regressão logística multinomial, um dos graus definidos da variável dependente deve servir como referência para que se realize a comparação com os outros, tal definição pode ser ou não arbitrária, conforme direcionamento do pesquisador. Neste estudo, o último grau de número 6 foi utilizado como referência, já que a intenção foi comparar as empresas com piores *ratings* CCC, CC, C e D; assim mais propensas à inadimplência; com as empresas que possam honrar suas obrigações a longo prazo, e são consideradas de qualidade de crédito melhores: AAA, AA, A, BBB, BB e B.

A regressão logística, por se tratar de uma abordagem econométrica robusta e com solidez (HAIR, 1998), apresenta precisão nas classificações do modelo (KAPLAN; URWITZ, 1979), sendo capaz de explicar bem o comportamento das variáveis dependentes com o uso de poucas variáveis e parâmetros possíveis, além de se mostrar parcimoniosa. O logit é, especialmente, mais apropriado em realizar testes multivariados de significância de coeficiente, embora o probit e o modelo de probabilidade linear também o façam (EDERINGTON, 1985).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

As classificações de qualidade de crédito, derivadas dos *ratings* emitidos pelas CRAs, não podem, obviamente, ser totalmente esclarecidas apenas pelas variáveis deste estudo, caso contrário, não haveria contribuições para a existência deste. As CRAs fazem o uso de outras informações divulgadas ao público em geral, tais como o *market share* do setor, bem como demais informações privadas adquiridas, internamente, originadas dos trabalhos de agentes com acesso privilegiado, sendo estes também conhecidos como *insiders*. O modelo de regressão logística multinominal é uma simples modelagem que se aproxima deste complexo processo que pode vir a ser modificado por fatores contábeis (JORION; SHI; ZHANG, 2007). A respeito desta pesquisa, no entanto, uma questão interessante é constatar se a mudança na qualidade da informação contábil, ocasionada por vigência de novas normas contábeis, como o CPC 25, seria capaz de melhorar os dados disponibilizados aos credores, e sustentar parte do comportamento da qualidade de crédito, *rating*.

Apresenta-se na Tabela 1 o comportamento das variáveis explicativas do modelo, por meio da estatística descritiva dos valores mínimos, máximos, média e desvios-padrão, dos índices econômico-financeiros escolhidos para o modelo.

Tabela 1- Estatística descritiva

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
LIQ_PROV	0,14217	2355,98257	54,19139	204,72237
MARG_LIG	-2196,73419	397,80499	1,20321	118,64474
COB_FIN	-938,78043	14467,92941	34,61237	725,47999
ALAV	0,86057	89,74315	38,55925	17,16926
TAM	8,70300	19,87680	10,94643	2,60566
END_GERAL	0,14204	3,54454	0,68175	0,27418

Fonte: Elaborado pelo autor. Notas: LIQ_PROV, liquidez provisionada; MARG_LIG, margem líquida; COB_FIN, cobertura financeira; ALAV, alavancagem; TAM, tamanho; END_GERAL, endividamento geral.

Nas informações acima, observa-se que as variáveis que apresentaram, de forma crescente, os maiores desvios-padrão, ou seja, maiores dispersões em relação às médias foram margem líquida (MARG_LIG), liquidez provisionada (LIQ_PROV) e cobertura financeira (COB_FIN). Uma vez que às variáveis MARG_LIG e COB_FIN, sendo índices compostos por valores extraídos da DRE, compreende-se que foram impactados pelas características peculiares dos diferentes setores de atuação das empresas e, em parte, também pela inconstância do crescimento econômico brasileiro ao longo do período de 10 anos. Quanto a variável LIQ_PROV, esta é resultado dos diversos aspectos litigiosos, obrigações peculiares

institucionais e regulatórios os quais as empresas brasileiras estão suscetíveis, o que varia em certa medida, de um setor para outro. Já a variável TAM, apresentou pequeno desvio-padrão (2,6056558), não diferente do esperado, em sintonia com o perfil das empresas brasileiras de capital aberto, normalmente firmas de grande porte.

Outro aspecto importante apresentado na análise descritiva, presente na Tabela 1, refere-se às médias de 54,19%, 38,55% e 34,61% das respectivas variáveis LIQ_PROV, ALAV e COB_FIN. Uma vez que 34,61% do lucro esteja sendo alocado para cobrir despesas financeiras, decorrentes da alavancagem de 38,55%, pode-se inferir que as empresas estejam com dificuldades para honrar dívidas, dado ao elevado sacrifício de recursos destinados para cumprir compromissos relativos aos débitos. Na média, as empresas da amostra tiveram relevante impacto do endividamento, e tal contexto se agrava diante da baixa média de margem líquida. Quanto à liquidez provisionada, as empresas têm em média 54,19% de ativo circulante para uma provável saída de recursos capazes de liquidar as obrigações totais de prazos ou valores incertos, ou seja, um pouco mais da metade dos recursos suficientes para cobrir as provisões o que pode comprometer as atividades operacionais.

Na sequência, buscando verificar qual teste de correlação seria o mais apropriado para a amostragem, realizou-se o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, presente na Tabela 2. Observa-se, como esperado, a falta de normalidade na distribuição das variáveis ao se obter coeficientes, estatisticamente abaixo do nível de 5% de significância.

Tabela 2 – Teste de normalidade

Variáveis	Kolmogorov-Smirnov	
	Estatística	Significância
LIQ_PROV	0,396	0,000
MARG_LIG	0,364	0,000
COB_FIN	0,478	0,000
ALAV	0,049	0,022
TAM	0,401	0,000
END_GERAL	0,131	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor. Notas: LIQ_PROV, liquidez provisionada; MARG_LIG, margem líquida; COB_FIN, cobertura financeira; ALAV, alavancagem; TAM, tamanho; END_GERAL, endividamento geral.

Assim, perante essa ausência, determinou-se, conforme Tabela 3, o teste de correlação Spearman, que calculou a correlação das covariáveis juntamente com as *dummys* internacionalização financeira e governança corporativa, no qual não se identificou correlação elevada entre as variáveis.

Tabela 3 – Teste de correlação

Variáveis	LIQ_PROV	MARG_LIG	COB_FIN	ALAV	TAM	END_GERAL	LIST_BOV	INT_FIN
LIQ_PROV	1							
MARG_LIG	0,137**	1						
COB_FIN	-0,038	-0,389**	1					
ALAV	0,218**	-0,335**	0,036	1				
TAM	-0,232**	0,012	-0,087	-0,181**	1			
END_GERAL	-0,070	-0,573**	0,241**	0,666**	-0,131**	1		
LIST_BOV	0,232**	-0,013	0,162**	0,040	-0,081	-0,060	1	
INT_FIN	-0,385**	-0,059	-0,182**	-0,041	0,640**	0,002	-0,124*	1

Fonte: Elaborado pelo autor. Notas: LIQ_PROV, liquidez provisionada; MARG_LIG, margem líquida; COB_FIN, cobertura financeira; ALAV, alavancagem; TAM, tamanho; END_GERAL, endividamento geral; LIST_BOV, governança corporativa; INT_FIN, internacionalização financeira. ** Correlação significativa ao nível de 1%. * Correlação significativa ao nível de 5%.

Embora tenha se observado maior correlação entre as variáveis END_GERAL e ALAV, e TAM e INT_FIN, de respectivamente 0,666 e 0,640, optou-se por mantê-las no modelo uma vez que correlações iguais ou maiores que 0,70 são consideradas fortes, abaixo desse nível indica correlação moderada.

Suponha-se que a correlação de 0,666 seja ocasionada devido à *proxies* se utilizarem dos valores do ativo total, já a correlação de 0,640, entre as variáveis TAM e INT_FIN, pode ser decorrente de empresas maiores, em valores de ativos, e tendem a buscar e/ou encontrar maior disponibilidade de recursos financeiros de agentes externos, e maior atuação em mercados de capitais além dos limites de suas origens.

Posto isso, a equação da modelagem (1) estimada mediante o modelo logit ordenado, analisando as relações entre $GRAU_{it}$ e as variáveis explicativas (VE). A preferência pelo uso da referida inferência econométrica se dá devido ao uso de uma variável dependente qualitativa ordinal, e desta ser estabelecida a partir de uma regressão latente para a variável $GRAU_{it}$ denominada $GRAU_{it*}$

$$GRAU_{it*} = \beta \times VE_{it} + \varepsilon t \quad (1)$$

Onde VE é um vetor que representa todas as variáveis independentes para a i -ésima firma no período t e εt consiste no termo de erro com distribuição normal, média zero e variância σ^2 (GREENE, 2003). Após conhecidos os coeficientes β , chega-se a:

$$GRAU_{it} = \alpha \leftrightarrow \mu\alpha - 1 \leq GRAU_{it*} \leq \mu\alpha \quad (2)$$

Em que $\mu\alpha - 1$ e $\mu\alpha$ são os pontos de cortes em cada faixa de valores com as probabilidades calculadas por:

$$Prob(GRAU_{it} = \alpha|VE) = \Phi\left(\frac{\mu\alpha - \beta VE}{\sigma}\right) - \Phi\left(\frac{\mu\alpha - 1 - \beta VE}{\sigma}\right) \quad (3)$$

Sendo $\alpha = 1, \dots, 6$, distribuídos nos intervalos $-\infty = \mu_{-1} \leq \mu_0 = 0 \leq \dots \leq \mu_n = \infty$; $t = 2011, \dots, 2020$; $\Phi(\cdot)$ representa a função Logit, regressão logística.

Ao padronizar a distribuição para média zero e variância um, obtém-se as probabilidades de cada nível de *rating* (os símbolos Φ e ϕ representam a função de distribuição acumulada e a densidade de probabilidade da normal, respectivamente), com:

$$E[GRAU_{it}^* | \mu_{\alpha-1} \leq GRAU_{it}^* \leq \mu_{\alpha}, VE] = \beta VE + \sigma \left[\frac{\phi\left(\frac{\mu\alpha - \beta VE}{\sigma}\right) - \phi\left(\frac{\mu\alpha - 1 - \beta VE}{\sigma}\right)}{\Phi\left(\frac{\mu\alpha - \beta VE}{\sigma}\right) - \Phi\left(\frac{\mu\alpha - 1 - \beta VE}{\sigma}\right)} \right] \quad (4)$$

Assim, a variável $GRAU_{it}$ é estimada a partir da variável $GRAU_{it}^*$ por meio da seguinte regra:

$$GRAU_{it} = \begin{cases} 1 & \text{se } GRAU_{it}^* < \tau_1 \\ 2 & \text{se } \tau_1 \leq GRAU_{it}^* < \tau_2 \\ 3 & \text{se } \tau_2 \leq GRAU_{it}^* < \tau_3 \\ 4 & \text{se } \tau_3 \leq GRAU_{it}^* < \tau_4 \\ 5 & \text{se } \tau_4 \leq GRAU_{it}^* < \tau_5 \\ 6 & \text{se } GRAU_{it}^* \geq \tau_6 \end{cases}$$

Em que τ_0 a τ_6 são os limites de corte dentro dos níveis de $\mu_{\alpha-1}$ e μ_{α} . Ao rodar o modelo, tem-se o resumo de processamento do caso, no qual se observa a distribuição, presente na Tabela 4, dos *ratings* da amostra definidos pela metodologia para os 400 balanços ao longo do período entre 2010 e 2019. Sendo o grau 5 o mais frequente, com 272 observações anuais do total de balanços analisados, com 68% de representatividade. Quanto as características atuais das empresas referentes à listagem Bovespa e emissão de ADRs, aproximadamente 70% das empresas estão listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da Bovespa, e 32.5% possuem papéis negociados no mercado norte americano.

Tabela 4 – Resumo de processamento

Variáveis	Quantidade	Porcentagem	
GRAU	3	9	2,3%
	4	84	21,0%
	5	272	68,0%
	6	35	8,8%
LIST_BOV	0	121	30,3%
	1	279	69,8%
INT_FIN	0	270	67,5%
	1	130	32,5%
Observações	400	100,0%	

Fonte: Elaborado pelo autor. Notas: GRAU, *rating*; LIST_BOV, governança corporativa; INT_FIN, internacionalização financeira.

A Tabela 5 de critério de informação, também conhecida como *Model Fitting Information*, avalia se o modelo é aceitável utilizando-se o teste de significância dos coeficientes do modelo final, sendo este comparável ao teste F utilizado na análise de regressão linear. Nesta, observa-se o resultado do qui-quadrado, tendo como hipótese nula que o modelo final criado seja equivalente e prever tão bem quanto o modelo nulo (apenas intercepto). O modelo final é comparado ao modelo com apenas intercepto que é o modelo sem variável independente. O modelo nulo prevê que toda a amostra estaria na categoria de maior frequência, no caso o GRAU 5, acertando somente as empresas categorizadas com ratings BB e B, errando os demais. Ao nível de 5%, o modelo final mostrou-se significativo.

Tabela 5 – Critério de informação

Modelo	Critério de Modelo	Teste de Likelihood	
	-2 Log Likelihood	Qui-Quadrado	Significância
Apenas Intercepto	710,814		
Final	420,668	290,145	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor

Compreende-se as diferenças relevantes, entre a forma de estimar os parâmetros entre a regressão linear múltipla e a regressão logística multinomial. Se por um lado, a regressão linear sustenta-se no método mínimos quadrados no sentido de minimizar os desvios quadráticos, por outro, a regressão logística se atém ao método de máxima verossimilhança que objetiva maximizar a probabilidade de um evento ocorrer (FAVERO et al., 2009).

A avaliação do ajuste de um modelo logístico pode ser realizada pelos pseudos R^2 (FAVERO et al., 2009, p.460). Estes são uma medida indicativa da variação da variável de

interesse capturada pelo modelo, embora não tão robusta. Para IBM (2020) o que constitui um “bom” valor de R^2 varia entre diferentes áreas de aplicações, e que modelos com maiores estatística de R^2 são considerados os melhores. O pseudo R^2 de Nagelkerke é uma versão ajustada do pseudo R^2 de Cox & Snell com escala de estatística que envolve uma faixa entre 0 e 1. Baseando-se nos resultados do modelo em análise, conforme Tabela 6, pode-se concluir que o poder explicativo deste pseudo R^2 é considerável. O valor do Nagelkerke R^2 sugere que 62,1% da variância do GRAU, *rating*, é explicada pelas variáveis independentes do modelo.

Tabela 6 – Medidas de ajuste do modelo

Cox & Snell	0,516
Nagelkerke	0,621

Fonte: Elaborado pelo autor.

Apresentam-se, na Tabela 7, os parâmetros estimados do modelo com referência a última categoria GRAU 6, sugerida, arbitrariamente, por representar os níveis de qualidade de crédito mais baixos (CCC, CC, C e D) emitidos pelas S&P. Utiliza-se tal categoria para distinguir empresas em contexto de quase inadimplência, presentes nos piores *ratings*, daquelas em condições de realizar suas operações com *ratings* mais elevados.

No teste Wald, utilizado para verificar se os coeficientes são conjuntamente iguais a zero, o GRAU 6, comparativamente ao GRAU 5, apresentou 6 variáveis explicativas significativas ao nível de 5%. Dentre as oito variáveis analisadas, a cobertura financeira e a alavancagem não apresentaram significância no nível desejado. No caso da variável das provisões que este estudo pretende verificar, representada pela liquidez provisionada, observa-se que as obrigações de valores ou prazos incertos, reconhecidas como provisões, relativas ao ativo circulante nos balanços das empresas classificadas nos *ratings* BBB e BB, podem influenciar na avaliação de crédito, assim, aceitando-se, parcialmente, a hipótese 1 que suporta a indagação realizada na introdução da dissertação. Quanto as hipóteses 2 e 3, os resultados também indicam aceitação para o GRAU 5, sendo a hipótese 2 aceita também para o GRAU 4.

O GRAU 4 tem significância de 4 variáveis, além da cobertura financeira e a alavancagem, que não foram significativas na comparação entre GRAU 6 e 5, internacionalização e liquidez provisionada também não se demonstram significativas no nível de 5%. Faz-se necessário pontuar que, em ambos, os coeficientes lineares foram significativos, apenas no GRAU 3 estes perdem a significância, nele apenas as *proxies* TAM e END_GERAL mostram-se significativas. Essas conclusões corroboram as proposições de

Florou, Kosi e Pope (2017) de que o IFRS aumentou a relevância dos demonstrativos financeiros, particularmente, para empresas classificadas com grau especulativo de maior risco de crédito.

Tabela 7 – Teste parâmetros estimados

GRAU	Coefficientes	Parâmetro	Wald	Significância
3	(Intercepto)	11,942	0,252	0,616
	LIQ_PROV	-0,356	2,925	0,087
	MARG_LIG	0,06	0,44	0,507
	COB_FIN	-0,02	1,487	0,223
	ALAV	-0,175	0,432	0,511
	TAM	3,245	11,675	0,001
	END_GERAL	-71,034	5,727	0,017
	LIST_BOV=0	-0,961	0,052	0,819
	LIST_BOV=1	0	--	--
	INT_FIN=0	-30,678	0,000	--
	INT_FIN=1	0	--	--
	4	(Intercepto)	-25,419	9,188
LIQ_PROV		-0,002	1,045	0,307
MARG_LIG		0,045	9,76	0,002
COB_FIN		0,002	0,031	0,859
ALAV		0,01	0,141	0,708
TAM		3,455	17,046	0,000
END_GERAL		-8,967	17,372	0,000
LIST_BOV=0		-3,463	12,755	0,000
LIST_BOV=1		0	--	--
INT_FIN=0		-0,182	0,32	0,858
INT_FIN=1		0	--	--
5		(Intercepto)	-28,21	11,458
	LIQ_PROV	-0,004	4,806	0,028
	MARG_LIG	0,049	12,825	0,000
	COB_FIN	0,003	0,106	0,745
	ALAV	0,043	3,283	0,07
	TAM	3,482	17,379	0,000
	END_GERAL	-6,822	13,987	0,000
	LIST_BOV=0	-3,928	17,773	0,000
	LIST_BOV=1	0	--	--
	INT_FIN=0	2,172	4,906	0,027
	INT_FIN=1	0	--	--

Fonte: Elaborado pelo autor. Notas: LIQ_PROV, liquidez provisionada; MARG_LIG, margem líquida; COB_FIN, cobertura financeira; ALAV, alavancagem; TAM, tamanho; END_GERAL, endividamento geral; LIST_BOV, governança corporativa; INT_FIN, internacionalização financeira.

O teste de classificação, presente na Tabela 8, demonstra uma taxa de acertos total de 77,2%, com maiores taxas de acertos para os GRAU 3 e 5 de, respectivamente, 88,9% e 91,5%, nível com maior número de observações. Atenta-se para o fato de ambos os graus representarem os níveis mais elevados de qualidade de *ratings* da amostragem da pesquisa, para cada uma das faixas de grau de investimento e grau especulativo na amostra. A taxa de acerto total supera as de estudos correlatos como Soares, Coutinho e Camargos (2012) e Damasceno, Artes e Minardi (2008), de respectivamente 59,7% e 64,1%, e se aproxima da taxa de Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015) de 81%.

Tabela 8 – Categoria prevista

Rating Observado	Rating Previsto pelo Modelo				Porcentagem correta
	3	4	5	6	
3	8	1	0	0	88,9%
4	2	33	49	0	39,3%
5	0	21	249	2	91,5%
6	0	1	15	19	54,3%
Porcentagem total	2,5%	14,0%	78,2%	5,2%	77,2%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Um aspecto relevante deste estudo e do de Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015) que se difere dos outros, é que foram utilizados balanços após a convergência internacional dos padrões contábeis no Brasil, o que pode ter contribuído com maiores taxas de acertos. É possível que as agências de crédito tenham feito uso de demonstrativos ajustados ao IFRS, antes do uso das normas contábeis internacionais no Brasil, o que talvez tenha influenciado as taxas menores de acertos das modelagens anteriores ao uso de tal padrão.

Esta constatação pode contribuir com o argumento de que padrões baseados em princípios como IFRS, podem aumentar a qualidade dos relatórios, uma vez que preparadores dos demonstrativos tendo maior grau de liberdade de julgamento, como o presente no IAS 37, podem fazer uso da discricionariedade para criar informações de alta qualidade. Assim, maior discricionariedade permite que os preparadores acomodem melhor as especificidades de uma determinada transação no demonstrativo financeiro padronizado (FLOROU; KOSI; POPE, 2017; SUNDVIK, 2019).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No início dos anos 2000, após a formalização do Comitê de Pronunciamentos Contábeis no Brasil, com o objetivo de elevar a qualidade das práticas contábeis brasileiras, optando por acompanhar a tendência mundial com a adoção das normas internacionais IFRS, diversas e profundas mudanças foram realizadas. Entre elas, a vigência do CPC 25, embasado no IAS 37, o qual trouxe um novo contexto para o tratamento das provisões e passivos contingentes o que até então era delimitado pela Deliberação nº 489/05. Isso elevou a importância do papel dos preparadores dos demonstrativos econômico-financeiros que se depararam com normas fundamentadas em princípios o que lhes imputou maiores responsabilidades, exigindo assim, maior conhecimento e melhor preparo.

A qualidade da Contabilidade, conforme Jorion, Shi e Zhang (2007) exerce influência na avaliação da qualidade de crédito corporativa. Para os autores, a relevância dos valores reconhecidos nas análises de indicadores contábeis está em declínio e o gerenciamento de resultados corporativos aumentou. Baseando suas conclusões em Blume, Lim e Mackinlay (1998), Jorion, Shi e Zhang (2007) acreditam que o processo de emissão dos *ratings* de crédito possa ter sido moldado pela possibilidade de se ter relevância informacional de uma variável contábil que tenha sido modificada ao longo do tempo. Desta forma, essa variável pode ter sido influenciada por uma norma contábil, como o CPC 25, tendo em vista a possibilidade de gerenciamento de resultados por meio das provisões (RIBEIRO A.; RIBEIRO M.; WEFFORT E., 2013) uma vez que a “abrangência que envolve os passivos contingentes é extensa e engloba diversas esferas de risco de negócio, como cível, tributário, garantias financeiras e ambiental” (BALDOINO; BORBA, 2015, p.77).

Acrescenta-se a isso, a possibilidade de uso dos *ratings* para ajuste da mensuração de obrigações ambientais com valores ou prazo incertos (SCHENIDER; MICHELON; MAIER, 2017). Sendo essas obrigações, conforme autores, associadas tipicamente às questões de interesse público e terem implicações nos ativos residuais de credores, sociedade e governo, fez-se o seguinte questionamento: Qual a relação entre o reconhecimento das obrigações de prazos e valores incertos como provisões, e os *ratings* corporativos das companhias abertas brasileiras?

Para isso, além da revisão da literatura de provisões e *ratings*, utilizou-se a regressão logística na análise econométrica, na qual se faz necessário considerar alguns aspectos. Dentre estes, a amostra de 40 empresas não financeiras, sendo reduzido número de empresas o principal limitador do estudo, bem como à baixa representatividade de empresas por setores

que as compõe. Isso representa potencial problema quanto à capacidade de generalizar os resultados. O setor corporativo da amostra com reconhecimento das provisões, conforme segmentação Bovespa, mais monitorado pela *S&P*, em 10 anos, foi o de “energia elétrica” com 7 firmas, seguido do setor de “carnes e derivados” com 3; e os setores de “exploração de imóveis”, “exploração e refino”, “incorporações” e “siderurgia” com 2 e demais empresas segmentadas em diversos setores. Diversos motivos podem ter sido determinantes para se ter uma base reduzida de amostragem. Entre eles supõe-se:

- falta de interesse por parte das agências de *rating*, como a Standard & Poor’s, pelo acompanhamento das empresas sediadas no Brasil;
- falta de interesse de credores estrangeiros, por talvez reconhecerem que as empresas brasileiras detêm, comparativamente, as de outros países, qualidade de crédito menor e/ou são menos atraentes diante de uma economia nacional instável, excessivamente reguladora e fechada;
- falta de interesse de entidades corporativas brasileiras por crédito externo, por entenderem que sejam fontes mais dispendiosas e/ou que demandam maiores esforços na geração de informações corporativas.

Outro aspecto limitador é ausência de empresas com *ratings* nos níveis mais elevados AAA e AA, número ínfimo de empresas com classificações no nível A, e poucas empresas na categoria 6 representando notas CCC, CC e D, o que compromete a análise. Além de grande parte da amostra composta por empresas classificadas nos níveis BB e B, indicativo de que a agência de risco Standard & Poor’s reconhece, de maneira geral, como média baixa, em nível especulativo, a qualidade de crédito de longo prazo das empresas brasileiras. O fato de poucas empresas serem qualificadas com o grau de investimento pode ter relação com a baixa qualidade dos relatórios uma vez que, como pontuado por Jorion, Shi e Zhang (2007), as agências de risco são mais rígidas na avaliação dos *ratings* nos níveis superiores.

Obviamente, faz-se necessário considerar, como exposto ao longo da dissertação, que outras agências de risco de crédito também atuam na avaliação de *rating* corporativo, e por monitorarem menos empresas com capital aberto, no período analisado, não foram consideradas na modelagem, tais como Moody’s e Fitch.

Como observado, no total de provisões reconhecidas pelas empresas ao longo de 2010 e 2019, embora haja uma tendência de crescimento no valor total das provisões, tal aumento tem sido composto por provisões de longo prazo. Tal achado demonstra que, ou as empresas persistem em omitir os valores de curto prazo e os reconhecem como provisões de longo prazo de maneira discricionária, ou não têm competência e capacidade suficiente para essa

avaliação. Tal fato pode ser influenciado pelo contexto institucional brasileiro regido por leis e regulamentações complexas e inconstantes. Sugere-se, como estudo futuro, o uso de entrevistas junto aos agentes de crédito de instituições privadas e/ou públicas brasileiras, objetivando verificar métodos de avaliação das obrigações originadas das provisões e passivos contingentes, com o propósito de verificar fontes de dados e meios paliativos de acesso às informações.

REFERÊNCIAS

- ACAR, E.; OZKAN, S. Corporate governance and provisions under IAS 37. **EuroMed Journal of Business**, v. 12(1), p. 52-72, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1108/EMJB-03-2016-0007>
- ADVFN BRASIL, Advanced Financial Network. Agências de classificação de risco. Disponível em: <https://br.advfn.com/agencia-de-classificacao-de-risco/standard-poor>. Acesso em: 08 ago. 2020.
- AHARONY, A; DOTAN, A. A comparative analysis of auditor, manager and financial analyst interpretations of SFAS 5 disclosure guidelines. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, p. 475-504, 2004. DOI: <https://doi:10.1111/j.0306-686x.2004.00547.x>
- AKERLOF, G. A. The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/1879431>
- ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The Journal of Finance**, v. 23(4), n. 589-609, 1968. DOI: <https://doi:10.2307/2978933>
- ALTMAN, E. I.; RIJKEN, H. A. How rating agency achieve rating stability. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, n. 11, p. 2679-2714, 2004. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.006>
- ALTMAN, E. I.; RIJKEN, H. A. A point-in-time perspective on through-the-cycle ratings. **Financial Analyst Journal**, v. 62(1), n. 54-70, 2006. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v62.n1.4058>
- ALTMAN, E. I.; SAUNDERS, A. Credit risk measurement: Developments over the last 20 years. **Journal of Banking & Finance**, v. 21(11-12), p. 1721-1742, 1997. DOI: [https://doi:10.1016/s0378-4266\(97\)00036-8](https://doi:10.1016/s0378-4266(97)00036-8)
- ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firm’s credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1, p. 203-243, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- BABOUKARDOS, D. The valuation relevance of environmental performance revisited: The moderating role of environmental provisions. **The British Accounting Review**, 50(1), 32-47, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.002>
- BALDOINO, E.; BORBA, J. A. Passivos contingentes na bolsa de valores de Nova York: uma análise comparativa entre as empresas estrangeiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 9(23), 58-81, 2015. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v9i23.68395>
- BALL, R., SHIVAKUMAR, L., 2008. How much new information is there in earnings? **Journal of Accounting Research**, 46 (5), 975-1016. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>

BARKER, R.; MCGEACHIN, A. Why is there inconsistency in accounting for liabilities in IFRS? An analysis of recognition, measurement, estimation and conservatism. **Accounting and Business Research**, v. 43(6), p. 579-604, 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/00014788.2013.834811>

BARTH, M. E.; MCNICHOLS, M. F.; WILSON, G. P. Factors influencing firms' disclosures about environmental liabilities. **Review of Accounting Studies**, v. 2, n. 1, p. 35-64, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1023/A:1018321610509>

BAUER, R.; DERWALL, J.; PANKRATZ, N. M. C. Insider ownership, governance mechanisms, and corporate bond pricing around the world. **Maastricht University**, 2019. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.33002>

BAUMAN, M. P. The impact and valuation of off-balance-sheet activities concealed by equity method accounting. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 4, 2003.

BEAVER, W. H. Financial reporting: An accounting revolution. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1998.

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 67, 1968. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490070>

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**, v. 76(3), p. 455-475, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1086/344114>

BLUME, M. E.; LIM, F.; MACKINLAY, A. C. The declining credit quality of U.S. corporate debt: myth or reality? **The Journal of Finance**, Chicago, v. 53, n. 4, p. 1389-1413, 1998. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00057>

BLACCONIERE, W. G.; PATTEN, D. M. Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. **Journal of accounting and economics**, v. 18(3), p. 357-377, 1994. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90026-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90026-4)

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404/1976, estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, entre outros assuntos. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm. Acesso em: 23 nov 2019.

BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças** [online], 19 (46), 18-29, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0080-21072008000300005>

BURNSIDE, C. Currency crises and contingent liabilities. **Journal of International Economics**, v. 62, n. 1, 2004. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2003.07.003>

BURRITT, R. L.; CHRIST, K. L. Water risk in mining: Analysis of the Samarco dam failure. **Journal of Cleaner Production**, n. 178, p. 196-205, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.01.042>

BÚSSOLA DO INVESTIDOR. Níveis de governança corporativa na Bovespa. Disponível em: <https://www.bussoladoinvestidor.com.br/niveis-governanca-corporativa-bovespa/>. Acesso em: 20 dez 2020.

CAMPBELL, K.; SEFCIK, S. E.; SODERSTROM, N. S. Site uncertainty, allocation uncertainty, and superfund liability valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 17, n. 4-5, p. 331-367. 1998. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(98\)10009-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(98)10009-1)

CANTOR, R.; PACKER, F. The credit rating industry. Quarterly Review, **Federal Reserve Bank Of New York**, v. 19, n. 2, p. 1-26, 1995.

CAPRIOTTI, K.; WALDRUP, B. E. Miscommunication of uncertainties in financial statements: A study of preparers and users. **Journal of Business & Economics Research**, v. 3, n.1, p. 33-46, 2005. DOI: <https://doi.org/10.19030/jber.v3i1.2733>

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **RAUSP Management Journal**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CHANDLER, A. Henry Varnum Poor, business editor, analyst, and reformer. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1956.

CHEN, J. C.; CHO, C. H.; PATTEN, D. M. Initiating Disclosure of Environmental Liability Information: An Empirical Analysis of Firm Choice. **Journal of Business Ethics**, v. 125(4), p. 681-692, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1939-0>

CHOI, F. S.; MEEK, G. K. **International accounting**. 5. ed. New York: Prentice Hall, 2004.

CLARKSON, P.; GUEDES, J.; THOMPSON, R. On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, p. 69-84, 1996. DOI: <https://doi.org/10.2307/2331387>

CHRISTENSEN, H. B.; LEE E.; WALKER, M.; ZENG, C. Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? **European Accounting Review**, v. 24, n. 1, p. 31-61, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1009144>

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (2011). **CPC 00 R1: Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC>. Acesso em: 20 de jul. 2019.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (2009). **CPC 25: Pronunciamento Técnico - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes**. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=56>. Acesso em: 14 ago. 2019.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999**. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_L.pdf. Acesso em 01 ago. 2020.

CRABTREE, A. MAHER, J. J. The influence of differences in taxable income and book income on the bond credit market. **American Accounting Association**, v. 31, n. 1, p. 75-99, 2009. DOI: <https://doi.org/10.2308/jata.2009.31.1.75>

CREMERS K. J. M.; NAIR V. B.; WEI C. Governance mechanisms and bond prices. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, 1359-1388, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1093/revfin/hhm006>

CUNHA, L. M. S.; RIBEIRO, M. S. A divulgação de provisões e passivos contingentes ambientais pelas empresas do setor de energia elétrica em comparação ao desenvolvimento da normatização da evidenciação contábil. **Revista Universo Contábil**, v. 12, p. 4, p. 86-106, 2016. DOI: <https://doi.org/10.4270/RUC.2016429>

DAMASCENO, D. L.; ARTES, R.; MINARDI, A. M. A. F. Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 43, n. 4, p. 344-355, out./nov./dez. 2008.

DASKE, H.; HAIL, L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences of IFRS adoptions. Working Paper, **University of Pennsylvania and University of Chicago**, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x>

DAVIDSON, R. A.; CHRISMAN, H. H. Translations of uncertainty expressions in Canadian accounting and auditing standards. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, 3(2), 187-203, 1994. DOI: [https://doi.org/10.1016/1061-9518\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/1061-9518(94)90016-7)

DELOITTE LLP. **A Roadmap to SEC Comment Letter Considerations, Including Industry Insights**, 2020. Disponível em: <https://www.iasplus.com/en-ca/publications/publications/2019/a-roadmap-to-sec-comment-letter-considerations-including-industry-insights-2019>. Acesso em: 20 set. 2020

DENNIS, D.M.; KEITH, R.M. Are litigation disclosures inadequate? **Journal of Accountancy**, v. 151, n. 3, p. 54-60, 1981.

DIAMOND, D. W.; Reputation acquisition in debt markets. **Journal of Political Economy**, v. 97, p. 828-862, 1989. DOI: <https://doi.org/10.1086/261630>

DOUPNIK, T.S.; RICCIO, E.L. The influence of conservatism and secrecy on the interpretation of verbal probability expressions in the Anglo and Latin cultural areas. **The International Journal of Accounting**, v. 41, n. 1, p. 237-261, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.07.005>

DU, N.; STEVENS, K. T.; MCENROE, J. E. Improving consistency in interpreting SFAS 5 probability phrases. **Research in Accounting Regulation**, v. 23, p. 67-70, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2011.03.003>

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE**, p.215-261, 1952, New York: Universities National Bureau, 1952.

DYE, R. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n.1-3, p. 181-235, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)

EDERINGTON, L. Classification models and bond ratings. **The Financial Review, Washington**, v. 20, n. 4, p. 237-262, 1985. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1985.tb00306.x>

EMBY, C.; DAVIDSON, R. The effects of engagement factors on auditor independence: Canadian evidence. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation 7** (Spring), p. 163-179, 1998. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(98\)90012-X](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(98)90012-X)

FÁVERO, L.; BELFIORE, P.; LOPES DA SILVA, F.; CHAN, B. Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão (1a. ed.). Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, **Brasil: Campus Elsevier**, 2009.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, p. 383-417, 1970. DOI: <https://doi.org/10.2307/2325486>

FASB. Accounting for contingencies. **Board Meeting Handout**, Norwalk, CT, 2007. Disponível em: https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage&cid=1218220093916. Acesso em: 20 set. 2019.

FASB. Accounting for Contingencies: **Statement of Financial Accounting Standards No. 5**. Stamford, Conn.: Financial Accounting Standards Board, 1975. Disponível em: <https://www.fasb.org/summary/stsum5.shtml>. Acesso em: 14 ago. 2019.

FASB. **Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises: Statement of Financial Accounting Concepts No. 1**. Stamford, Conn.: Financial Accounting Standards Board, 1978. Disponível em: https://www.fasb.org/resources/ccurl/816/894/aop_CON1.pdf. Acesso em: 14 ago. 2019.

FERNANDINO, G. F.; TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M. Impacto dos índices contábeis na aplicação de rating de crédito em empresas brasileiras de capital aberto. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 25, n. 3, p. 78-94, 2015.

FERREIRA, D. D. M; BORBA, J. A.; ROSA, C. A. As contingências ambientais das empresas estrangeiras que publicam suas demonstrações financeiras em IFRS no mercado norte americano. **Revista Universo Contábil**. v. 10, n. 3, p. 134-154, 2014. DOI: <https://doi.org/0.4270/ruc.2014323>

FERREIRA, J. S., ROVER, S. Uma análise dos processos relevantes de empresas brasileiras: características que afetam a mudança na probabilidade de perda de provisões e passivos contingentes. **Revista De Contabilidade E Organizações**, v. 13, e155596, dec. 2019. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.155596>

FISHER, L..Determinants of the risk premiums on corporate bonds. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 67, n. 3, p. 217-237, 1959. DOI: <https://doi.org/10.1086/258172>

FITCH RATINGS. **Metodologia de Ratings Corporativos – Vigente de 23/03/2018 a 19/02/2019**. Disponível em: <https://www.fitchratings.com/site/re/10031479>. Acesso em 02 out. 2019.

FLOROU, A.; KOSI, U.; POPE, P.F. Are international accounting standards more credit relevant than domestic standards? **Accounting and Business Research**, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1224968>

FRACASSI, C.; PETRY, S.; TATE, G. Are credit ratings subjective? The role of credit analysts in determining ratings. Working paper, **University of Texas, University of Melbourne, and University of North Carolina**, 2013. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2230915>

FRANKEL, R.; MCNICHOLS, M.; WILSON, G. Discretionary disclosure and external financing. **The Accounting Review**, n. 70, p. 135-150, 1995.

FREITAS, A. P. N.; MINARDI, A. M. A. F. The impact of credit rating changes in Latin American stock markets. **BAR - Brazilian Administration Review**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 439-461, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1807-76922013000400005>

FROST, C. A. Credit rating agencies in capital markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 22, n. 3, p. 469-492, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X0702200306>

GAMBLE, G. O.; HSU, K., KITE, D., RADTKE, R. R. Environmental disclosures in anual reports and 10Ks: An examination. **Accounting Horizons**, v. 9, n. 3, p. 34-54, 1995.

GARCIA, R. T.; MONTE-MOR, D. S.; TARDIN, N. Can accounting-based and market-based indicators predict changes in the risk rating of brazilian banks?. **Review of Business Management**, [S.l.], v. 21, n. 1, p. 152-168, 2018. DOI: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i1.3968>

GIBBINS, M.; RICHARDSON, A.; WATERHOUSE, J. The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and processes. **Journal of Accounting Research**, v. 28, n. 1, p. 121-143, 1990. DOI: <https://doi.org/10.2307/2491219>

GILIO, L. **Aproximação entre contabilidade gerencial e contabilidade financeira com a convergência contábil brasileiro às normas IFRS**. 2011. 108f. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2011.

GLEASON, C. A.; MILLS, L. F. Materiality and Contingent Tax Liability Reporting. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 317-342, 2002. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.317>

GOMES, A. P. M. Características da governança corporativa como estímulo à gestão fiscal. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 149-168, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201500750>

GRAHAM, A.; MAHER, J. J. Environmental liabilities, bond ratings, and bond yields. **Advances in Environmental Accounting and Management**, n. 3, p. 111-142, 2006. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1479-3598\(06\)03004-4](https://doi.org/10.1016/S1479-3598(06)03004-4)

GRAHAM, A.; MAHER, J. J.; NORTHCUT, W. D. Environmental liability information and bond ratings. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, n. 16(Spring), p. 93-116, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X0101600203>

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2-3, p. 187-243, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

GRAHAM, J.R.; HARVEY, C.R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, n. 40, p. 3-73, 2005. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

GREENE, W. H. *Econometric analysis*. 5th ed. **New Jersey: Prentice-Hall**, 2003.

GRUBEL, H. G. Internationally diversified portfolios: Welfare gains and capital flows. **American Economic Review**, p. 1299-1314, december 1968.

HARDIE, I.; RETHEL, L. Financial structure and the development of domestic bond markets in emerging economies. **Business and Politics**, v. 21, n. 1, p. 86-112, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1017/bap.2018.11>

HAIR, J.B. *Multivariate Data Analysis*. 5.ed. **New Jersey: Prentice Hall**, 1998.

HAN, S. H.; SHIN, Y. S.; REINHART, W.; MOORE, W. T. Market segmentation effects in corporate credit rating changes: the case of emerging markets. **Journal of Financial Services Research**, v. 35, n. 2, p. 141-166, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10693-008-0049-0>

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure, **Journal of Finance**, n. 46, p. 297-355, 1991. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

HART, O. Financial contracting. *Journal of Economic Literature*, v. 39, n. 4, p. 1079-1100, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1257/jel.39.4.1079>

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

HEFLIN, F.; SHAW, K. W.; WILD, J. J. Credit ratings and disclosure channels. **Research in Accounting Regulation**, n. 23, p. 20-33, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2011.03.004>

HENDERSON, B. J.; JEGADEESH, N.; WEISBACH, M. S. World markets for raising new capital. **Journal of Financial Economics**, n. 82, p. 63-101, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.08.004>

HENNES, K. M. Disclosure of contingent legal liabilities. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, n. 1, p. 32-50, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.10.005>

HÖCK, A.; KLEIN, C.; LANDAU, A.; ZWERGEL, B. The effect of environmental sustainability on credit risk. **Journal of Asset Management**, v. 21, n. 2, p. 85-93, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00155-4>

HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. W. The economic consequences of accounting choice: Implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**, n. 5, p. 77-117, 1983. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90007-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90007-1)

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.

IASB/IAS 37 - Internacional Accounting Standard n37, Provisions, Contingent Liabilities and Contngent Assets, Londres, Setembro, 1999. Disponível em: <http://www.ifrs.org>. Acesso em: 05 nov. 2019

IBM. Pseudo R-Squared Measures, **IBM Knowledge Center**. Disponível em: https://www.ibm.com/support/knowledgecenter/SSLVMB_24.0.0/spss/tutorials/plum_germcr_square.html. Acesso em: 01 nov. 2020.

IBRAHIM, A. S.; BARBOSA, J. S.; COSTA, P. S. Covenants contratuais de rating: uma análise de associação com as book-tax differences. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 30, n. 3, p. 128-153, 2020. DOI: <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i3.5738>

INTERNACIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Conceptual Framework for Financial Reporting, 2018**. Acesso em: 01 ago. 2019. Disponível em: <https://www.ifrs.org/projects/2018/conceptual-framework/>

INTERNACIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Asset**, IFRS Foundation, London, 2001. Acesso em : 20 mai. 2020.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, n. 3, p. 305-360, 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991. DOI: <https://doi.org/10.2307/2491047>

JORION, P.; SHI, C.; ZHANG. Tightening credit standards: the role of accounting quality. Working Paper (March). University of California at Irvine. Review Account Studies, v. 14, n. 1, p. 123-160, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9054-z>

KAMSTRA, M.; KENNEDY, P.; SUAN, T. Combining bond rating forecast using logit. **The Financial Review**, v. 36, n. 2, p. 75-96, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2001.tb00011.x>

KAPLAN, R.S. Accounting scholarship that advances professional knowledge and practice. **The Accounting Review**, v. 86, n. 2, p. 367-383, 2011. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.00000031>

KAPLAN, R.S.; URWIT, G. Statistical models of bond ratings: A methodological inquiry. **Journal of Business**, n. 52, p. 231-262, 1979. DOI: <https://doi.org/10.1086/296045>

KENNEDY, J., MITCHEL, T., SEFCIK, S. Disclosure of contingent environmental liabilities: Some unintended consequences? **Journal of Accounting Research**, v. 36, n. 2, p. 257-277, 1998. DOI: <https://doi.org/10.2307/2491477>

KISGEN, D. J. Credit ratings and capital structure, **Journal of Finance**, n. 61, p. 1035-1072, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00866.x>

KISGEN, D. J. The impact of credit ratings on corporate behavior: Evidence from Moody's adjustments. **Journal of Corporate Finance**, n. 58, p. 567-582, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.002>

KISGEN, D. J. The influence of credit ratings on corporate capital structure decisions, **Journal of Applied Corporate Finance**, n. 19, p. 65-73, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2007.00147.x>

KONRAHT, J. M.; SOARES, R. O. The double role of financial covenants in bond issues in Brazil. **Review of Business Management**, [S.l.], v. 22, n. 1, p. 183-199, jan. 2020. DOI: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4041>.

LAGRANGE, B.; VIGER, C.; ANANDARAJAN, A. Contingency liabilities: the effect of three alternative reporting styles. **Research in Accounting Regulation**, v. 27, n. 2, p. 119-128, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2015.09.003>.

LAMBERT, R. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 3-87, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00037-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00037-4)

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998. DOI: <https://doi.org/10.1086/250042>

LEITE, J. R. **Evidenciação de provisões e passivos contingentes (IAS 37/CPC25): Análise comparativa entre Brasil e França**. 2018. 52 f. São Paulo: Trabalho de Conclusão de Curso, Fundação Getúlio Vargas, 2018.

LEMOS, V. D. S.; KLUG, Y. S.; DA CRUZ, A. P. C.; BARBOSA, M. A. G. Conservadorismo contábil na legitimação das empresas de capital aberto do setor de minério no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 30, n. 2, p. 113-142, 2019. DOI: <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i2.4842>

LEUZ, C., WYSOCKI, P. D. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research, 2008. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1105398>

LEV, B. The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it. **Accounting and Business Research**, v. 48, n. 5, p. 465-493, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470138>

LOPES, A. B.; GALDI, F. C.; LIMA, I. S. **Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos**: (IAS 39, IAS 32, IFRS 7, CPC 14, Minutas do CPC 38, 39 e 40, Normas da CVM, do Bacen e da Receita Federal do Brasil). São Paulo: Atlas, 295 p. 2009.

LOPES, A.; REIS, L. Are provisions and contingent liabilities priced by the market? An exploratory study in Portugal and the UK. **Meditari Accountancy Research**, v. 27 n. 2, p. 228-257, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2017-0212>

LOPES, A.; WALKER, M. Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: new evidence from Brazil. **The British Accounting Review**, v. 44, n. 2, p. 53-67, 2012.

LOPES J.; ROSSETTI, J. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 1998.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>

MARTINS, E; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. Dos; IUDÍCIBUS, S. De . **Manual de Contabilidade Societária - aplicável a todas as sociedades**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MCGREGOR, W. J. Liabilities – the neglected element: a conceptual analysis of the financial reporting of liabilities. **Australian Accounting Standards Board**, 2013.

MESQUITA, K. M. P.; do CARMO, C. H. S., RIBEIRO, A. M. Impacto da reconfiguração dos passivos contingentes no desempenho financeiro: Uma análise nas empresas brasileiras do setor de energia elétrica. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 1, 2018. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i1.34183>

MINARDI, A. M. A. F.; SANVICENTE, A.; ARTES, R. Determinação de crédito de unidades de negócio visando estimar o custo de capital de terceiros. **Inspere Working Paper**, São Paulo, n. 56, 2006.

MIRANDA, G. J.; REIS, E. A. Indicadores financeiros e não financeiros de longo prazo: Um estudo em empresas atacadistas e distribuidoras brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 17, n. 4, p. 11-34, 2009.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 48, n. 3, p. 261-297, July 1958.

MOODY'S INVESTOR SERVICE, **Rating Methodology**. New York City, McGraw Hill, 1999.

MOODY'S. Moody's history: A century of market leadership. Disponível em: <http://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>. Acesso em: 25 nov. 2019.

MOODY'S. Sistema de rating da Moody's. Disponível em: <https://www.moody's.com/sites/products/ProductAttachments/sistemaderatingmoody's.pdf>. Acesso em: 19 abr.2020.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPEC**, v. 3, n. 2, p. 72-95, maio/ago, 2009. DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>

MURCIA, F. C. D. S.; DAL-RI MURCIA, F.; ROVER, S.; BORBA, J. The determinants of credit rating: brazilian evidence. **BAR, Braz. Adm. Rev.**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, p. 188-209, june 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1807-76922014000200005>.

MYERS, S. Determinants of corporate borrowing, **Journal of Financial Economics**, n. 5, p. 147-175, 1977. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, n. 13, p. 187-221, 1984. DOI: <https://doi.org/10.3386/w1396>

NELSON, M. W.; KINNEY JR, W. R. The effect of ambiguity on loss contingency reporting judgments. **Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 257-274, 1997.

NG, A.; ARIFF, M. Does credit rating revision affect the price of a special class of common stock? **Borsa Istanbul Review**, v. 19, n. 1, p. 44-55, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.02.004>

NOBES, C. The survival of international differences under IFRS: towards a research agenda. **Journal Accounting and Business Research**, v. 36, n. 3, p. 233-245, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730023>

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C.; LEITE, J. S. J.. **Manual de contabilidade internacional IFRS - US Gaap - BR Gaap: teoria e prática**. São Paulo: CENGAGE Learning, 2012.

PEREIRA, L. H.; MARTINS, O. S. Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BMEFBOVESPA. **Revista de Gestão**, [s.l.], v. 22, n. 2, p.205-221, 2015. DOI: <https://doi.org/10.5700/rege559>

PINCHES, G. E.; MINGO, K. A. A. Multivariate analysis of industrial bond ratings. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 1, p. 1-18, 1973. DOI: <https://doi.org/10.2307/2978164>

POLITO, R. Passivos e provisões podem pesar na privatização da Eletrobras. **Jornal Valor Econômico** [internet], São Paulo/SP, 23, 24, 25 de novembro de 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/11/25/passivos-e-provisoes-podem- pesar-na-privatizacao-da-eletobras.ghtml>. Acesso em: 25 nov. 2019.

PRADO, F. J. **Análise do comportamento da divulgação das informações sobre provisões e passivos contingentes das empresas do setor de energia elétrica listadas na BM&FBOVESPA**. 2014. 104 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2014. Acesso em: 15 nov 2019.

PRADO, T. A. R.; RIBEIRO, M. S.; MORAES, M. B. C. Características instituições dos países e práticas de evidenciação das provisões e passivos contingentes ambientais: Um estudo internacional. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 12, n. 1, jan-abr, 2019. DOI: <https://doi.org/10.14392/asaa.201911065-081>

RAMAKRISHNAN, S.; SCIPIO, P. Big three in credit ratings still dominate business. **Reuters** [internet], New Yourk/US, 4 de maio de 2016. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/uscorpbondsratings-idUSL2N17U1L4>. Acesso em: 09 dez. 2020.

RATHKE, A. A. T.; SANTANA, V. F.; LOURENÇO, I. M. E. C.; DALMÁCIO, F. Z. International financial reporting standards and earnings management in Latin America. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 20, n. 3, p. 368-388, 2016. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2016140035>

RAUH, J. D.; SUFI, A. Capital structure and debt structure. **Review of Financial Studies**. Oxford University Press for Society for Financial Studies, v. 23, p. 4242-4280, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq095>

REEB, D. M.; MANSI, S. A.; ALLEE, J. M. Firm internationalization and the cost of debt financing: evidence from non-provisional publicly traded debt. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 36, n. 3, p. 395-41, 2001. DOI: <https://doi.org/10.2307/2676289>

RIBEIRO, A. C.; RIBEIRO, M. S.; WEFFORT, E. F. J. Provisões, contingências e o pronunciamento CPC 25: As percepções dos protagonistas envolvidos. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 9, n. 3, p. 38-54, 2013. DOI: <https://doi.org/10.4270/RUC.2013321>

ROBBINS, S.; STOBAUGH, R. **Money in the Multinational Enterprise: A Study in Financial Policy**. New York, NY: Basic Books, 1973.

ROSTÁS, R. Provisões para desastre levam Samarco a prejuízo de R\$ 5,8 bilhões. **Jornal Valor Econômico** [internet], São Paulo/SP, 28 abril 2016. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2016/04/28/provisoes-para-desastre-levam-samarco-a-prejuizo-de-r-58-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 7 out. 2020.

SALOTTI, B. M.; MURCIA, F. D.; CARVALHO, N.; FLORES, E. (Coord.). **IFRS no Brasil: temas avançados abordados por meio de casos reais**. São Paulo: Atlas, 2015.

SAMARCO S.A. Relatório da administração e demonstrações financeiras de 2014. Disponível em: <http://www.samarco.com/wp-content/uploads/2016/08/2014-Relatorio-da-Administra-o-e-Demonstra-es-Financeiras.pdf>. Acesso em: 7 out. 2020.

SAMARCO S.A. Relatório da administração e demonstrações financeiras de 2015. Disponível em: http://www.samarco.com/wp-content/uploads/2016/08/2015-DFs_portugues_final_07062016.pdf. Acesso em: 8 out. 2020.

SANTOS, E. S. Análise dos impactos dos CPC's da primeira fase de transição para o IFRS no Brasil: Um exame dos ajustes aos resultados nas DFPS de 2008. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 15, p. 23-43, 2012. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52655>

SANTOS, E. S.; PONTE, V. M. R.; MAPURUNGA, P. V. R.. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo , v. 25, n. 65, p. 161-176, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200006>

SCARPIN, J. E.; MACOHON, E. R.; DALLABONA, L. F. Variabilidade dos índices de endividamento em relação à adição dos passivos contingentes na estrutura patrimonial das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Organizações**. n. 22, p. 3-14, 2014. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v8i22.63286>

SCHNEIDER, T. Is environmental performance a determinant of bond pricing? Evidence from the U. S. pulp and paper and chemical industries. **Contemporary Accounting Research**, v. 28, n. 5, p. 1537-1561, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01064.x>

SCHNEIDER, T.; MICHELON, G.; MAIER, M. Environmental liabilities and diversity in practice under international financial reporting standards. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 30(2), 378-403, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2014-1585>

SCHROEDER, R. G; CLARK, M. W; CATHEY, J. M. **Financial Accounting: Theory and Analysis**. 7th.ed. New York: Wiley, 2001.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 5th. ed. Toronto: Pearson, 2009.

SCOTT, W. R. **Institutions and Organizations**. 3rd. ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2008.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, p. 459-474, 1998.

SENGUPTA, P.; WANG, Z. Pricing of off-balance sheet debt: how do bond market participants use the footnote disclosures on operating leases and postretirement benefit plans? **Accounting and Finance**. v. 51, p. 787-808, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00368.x>

SILVA, J. P. **Gestão e Análise de Risco de Crédito**, 5.ed.. São Paulo: Atlas, 2006.

SOARES, G. O. G.; COUTINHO, E. S.; CAMARGOS, M. A. Determinantes do rating de crédito das companhias brasileiras. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Minas Gerais, v.23, n. 3, p. 109-143, 2012.

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES. (2011). Guide to credit rating essentials: what are credit ratings and how do they work? Disponível em: http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/SP_CreditRatingsGuide.pdf. Acesso em: 06 out. 2019.

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES. (2013b). Metodologia de ratings corporativos. Disponível em: https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1661636&type=C. Acesso em: 06 out. 2019.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, Jun., 1981.

SUNDEVIK, D. The impact of principles-based vs rules-based accounting standards on reporting quality and earnings management. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 20 n. 1, p. 78-93, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2018-0063>

SZUSTER, N.; SZUSTER, F. R.; SZUSTER, F. R.. Contabilidade: atuais desafios e alternativa para seu melhor desempenho. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 16, n. 38, p. 20-30, 2005. DOI: <https://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772005000200003>

THISTLETHWAITE, J. Counting the environment: the environmental implications of International Accounting Standards. **Global Environmental Politics**, v. 11, n. 2, p. 75-97, 2011. DOI: https://doi.org/10.1162/GLEP_a_00056

TORRES FILHO, E. T. O crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir? São Paulo: IEDI, 2017. Disponível em: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15500>. Acesso em: 05 out. 2019.

VALLE, M. R. Mercados de bonds: risco, rating e custo de captação. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 46-56, abr./jun. 2002.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 97-180, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, v. 53, n. 1, p. 112-134, 1978.

WEST, R. R. An alternative approach to predicting corporate bond ratings. **Journal of Accounting Research**, n. 7, p. 118-27, 1970. DOI: <https://doi.org/10.2307/2674717>

WHITE, L. J. The credit rating agencies. **Journal of Economic Perspectives**, n. 24, p. 211-226. 2010. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.24.2.211>

WHITLEY, R. Divergent capitalisms: The social structuring and change of business systems. Oxford: Oxford University Press, 1999.

WU, J. S.; ZHANG, I. X. The adoption of internationally recognized accounting standards: implications for the credit markets. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 29, n. 2, p. 95-128, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X14524420>

APÊNDICE A – Empresas integrantes da amostra

Nº	Nome da empresa	Código	Segmento Econômico Bovespa	Segmento Listagem	ADR
1	Ambev S/A	ABEV3	Cervejas e refrigerantes	Tradicional	Sim
2	B3	B3SA3	Serviços financeiros diversos	Novo Mercado	Não
3	BR Propert	BRPR3	Exploração de imóveis	Novo Mercado	Não
4	Braskem	BRKM5	Petroquímicos	Nível 1	Sim
5	BRF SA	BRFS3	Carnes e derivados	Novo Mercado	Sim
6	BR Mall Par	BRML3	Exploração de imóveis	Novo Mercado	Não
7	Celpe	CEPE5	Energia elétrica	Tradicional	Não
8	Coelba	CEEB3	Energia elétrica	Tradicional	Não
9	Comgas	CGAS5	Gás	Tradicional	Não
10	Cosern	CSRN3	Energia elétrica	Tradicional	Não
11	Cyrela Realt	CYRE3	Incorporações	Novo Mercado	Não
12	Eletrobras	ELET6	Energia elétrica	Nível 1	Sim
13	Embraer	EMBR3	Material aeronáutico e de defesa	Novo Mercado	Sim
14	Energisa Mt	ENMT4	Energia elétrica	Tradicional	Não
15	Gol	GOLL4	Transporte aéreo	Nível 2	Sim
16	Hypera	HYPE3	Medicamentos e outros produtos	Novo Mercado	Não
17	Invepar	IVPR4B	Exploração de rodovias	Balcão Organizado	Não
18	JBS	JBSS3	Consumo não cíclico	Novo Mercado	Não
19	Simpar	SIMH3	Transporte rodoviário	Novo Mercado	Não
20	Klabin S/A	KLBN4	Papel e celulose	Nível 2	Não
21	Localiza	RENT3	Aluguel de carros	Novo Mercado	Não
22	Lupatech	LUPA3	Equipamentos e serviços	Novo Mercado	Não
23	Marfrig	MRFG3	Carnes e derivados	Novo Mercado	Não
24	Minerva	BEEF3	Carnes e derivados	Novo Mercado	Não
25	Neoenergia	NEOE3	Energia elétrica	Novo Mercado	Não
26	Oi	OIBR4	Telecomunicações	Nível 1	Sim
27	Paranapanema	PMAM3	Artefatos de cobre	Novo Mercado	Não
28	PDG Realt	PDGR3	Incorporações	Novo Mercado	Não
29	Petrobras	PETR4	Exploração refino e distribuição	Nível 2	Sim
30	Rumo S.A.	RAIL3	Transporte ferroviário	Novo Mercado	Não
31	Sabesp	SBSP3	Água e saneamento	Novo Mercado	Sim
32	São Martinho	SMTO3	Açúcar e álcool	Novo Mercado	Não
33	Sid Nacional	CSNA3	Siderurgia	Tradicional	Sim
34	Sul América	SULA11	Seguradoras	Nível 2	Não
35	Suzano S.A.	SUZB3	Materiais básicos	Novo Mercado	Sim
36	Taesá	TAEE11	Energia elétrica	Nível 2	Não
37	Tupy	TUPY3	Material rodoviário	Novo Mercado	Não
38	Ultrapar	UGPA3	Exploração refino e distribuição	Novo Mercado	Sim
39	Usiminas	USIM5	Siderurgia	Nível 1	Não
40	Vale	VALE3	Minerais metálicos	Novo Mercado	Sim

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B – Histórico de ratings

Nome da empresa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ambev S/A	A-	A			A-	BBB+		BBB		
B3				BBB	BBB-	BB+		BB-		
BR Propert		BB			BB-					
Braskem	BBB-									BB+
BRF SA		BBB-			BBB		BBB-	BB+	BB-	
BR Mall Par		BB								
Celpe	BBB-				BB+	BB		BB-		
Coelba					BB+	BB		BB-		
Comgas				BBB-	BB+	BB				
Cosern					BB+	BB		BB-		
Cyrela Realt								BB-		
Eletrobras	BBB			BBB-	BB+	BB		BB-		
Embraer			BBB							BBB-
Energisa Mt		CCC								
Gol		B+			B-	CCC-	CCC+		B	CCC+
Hypera	BB-			BB	BB+					
Invepar			BB			BB-		B	CCC+	CCC
JBS					BB+	BB	B+	B+	BB	
Simpar						BB		BB-		B+
Klabin S/A			BBB-			BB+				
Localiza	BB+	BBB-				BB+				
Lupatech			D	CCC-	D					
Marfrig			B	B+				BB-		
Minerva		B+	BB-							
Neoenergia					BB+	BB		BB-		
Oi	BBB-			BB+		BB-		CCC+		B-
Paranapanema				B+		B				
PDG Realt			B		B-	D				
Petrobras	BBB			BBB-	BB	B+	BB-			
Rumo S.A.							BB-			
Sabesp	BB+				BB			BB-		
São Martinho	BB+									BBB-
Sid Nacional				BB+	BB	B+	CCC	CCC+	B-	B-
Sul America	BB	BB+	BBB-	BB+	BB-	B+				
Suzano S.A.		BB			BB+			BBB-		
Taesa	BBB-				BB+	BB		BB-		
Tupy				BB-					BB	
Ultrapar		BBB			BBB-	BB+				
Usiminas		BB+			BB	CCC+	B-	B	B+	
Vale	A-				BBB+	BBB-				

Fonte: Elaborado pelo autor.