



Características das pesquisas sobre o impacto das informações contábeis nas transações ocorridas nos mercados de títulos de dívidas privadas e públicas

Characteristics of research into the impact of accounting information on transactions in the public and private bond markets

Janilson Antonio da Silva Suzart¹

RESUMO

O mercado de títulos de dívida representa uma importante fonte de acesso a recursos para as entidades dos setores privado e público. Considerando a hipótese do mercado eficiente, as informações contábeis podem afetar o comportamento de tais mercados, se o seu conteúdo for considerado útil pelos agentes econômicos. A partir deste contexto, a presente pesquisa objetivou identificar as principais características das pesquisas que abordaram o impacto das informações contábeis nas transações ocorridas nos mercados de títulos de dívidas privadas e públicas. Foram selecionados 26 artigos, escritos em língua inglesa e abrangendo tal temática, obtidos nos catálogos ProQuest, Science Direct e Web of Science. Além do setor econômico estudado (privado ou público), foram identificadas as seguintes características, nos artigos em análise: (a) variável dependente; (b) técnica; (c) informação contábil; (d) década; (e) tema; e (f) abordagem. A associação entre essas características e o setor econômico foram analisadas por meio da análise de correspondência. As pesquisas em ambos os setores se mostraram semelhantes em relação às três primeiras características citadas. As pesquisas do setor público se mostraram mais intensamente associadas à década de 1980, ao tema de eficiência do mercado e à abordagem da *value relevance*. As pesquisas do setor privado estavam associadas à atual década, ao tema de integridade das informações contábeis e ao uso de outras abordagens, que não a *value relevance*. As técnicas empregadas limitam os achados à amostra estudada.

Palavras-chave: Informações contábeis. Mercado de títulos de dívida. Setor privado. Setor público. *Value relevance*.

ABSTRACT

The bond market is an important source of resources for organizations of the private and public sectors. According to the efficient market hypothesis, accounting information can affect market behavior if economic agents consider it to be useful. Our study identifies the principal characteristics of research addressing the impact of accounting information on the

¹Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília, Brasil. suzart@suzart.cnt.br

O conteúdo do referido artigo representa a opinião de seu autor e não a opinião institucional da entidade.

private and public bond markets. Twenty-six articles on the subject, written in the English language, were selected from the databases of ProQuest, ScienceDirect, and Web of Science. The economic sector (private or public) and the following characteristics were identified in the articles analyzed: (a) dependent variable; (b) research technique; (c) accounting information; (d) decade; (e) issue; and (f) approach. The association between these characteristics and the respective economic sector were analyzed using correspondence analysis. Research with respect to both the public and private sectors was similar in relation to the first three characteristics mentioned. Research on the public sector was more strongly associated with the 1980s, the issue of market efficiency and the value relevance approach. Research on the private sector was associated with the current decade, the issue of integrity of financial reporting and the use of approaches other than value relevance. The techniques employed in the study limit findings to the sample investigated.

Keywords: Accounting information. Bond market. Private sector. Public sector. Value relevance.

1 INTRODUÇÃO

Os títulos de dívida são instrumentos financeiros utilizados pelas entidades, tanto do setor privado, quanto do público, como forma de obter recursos necessários às suas operações e para financiar a ampliação da estrutura existente ou a criação de novos investimentos.

No setor privado, tais títulos surgem como uma opção aos títulos patrimoniais, com a vantagem de que os títulos de dívida não implicam em redução do comando acionário da entidade. No setor público, com exceção das empresas estatais, as demais entidades não utilizam instrumentos patrimoniais (pois, não é possível dividir o patrimônio público em pequenas partes e negociá-las, em razão da indivisibilidade da soberania de um ente público), sendo os títulos de dívida uma das principais fontes de obtenção de recursos.

Outra diferença entre os títulos de dívida privada e os de dívida pública se relaciona com os instrumentos patrimoniais. Existem títulos emitidos por entidades do setor privado que combinam características de instrumentos patrimoniais e financeiros, formando títulos híbridos. A debênture conversível em ações é um exemplo de título híbrido, pois, comumente, implica em uma remuneração previamente acertada entre as partes envolvidas na negociação e uma opção de compra de ações da entidade para o debenturista.

Do ponto de vista do investidor, os títulos de dívida, privada ou pública, apresentam como principal atrativo a remuneração fixa. As condições como o investidor será remunerado por adquirir um título de dívida de uma entidade são previamente definidas no momento de emissão do respectivo título, podendo esse título ser pré-fixado (o total da remuneração já está definido na contratação) ou pós-fixado (a taxa de juros real já é acordada na contratação). A remuneração fixa de um título de dívida é o principal contraponto com os instrumentos patrimoniais, cuja remuneração é variável, podendo inclusive ser nominalmente negativa. Um título de dívida, em condições normais, sempre apresentará uma remuneração nominal positiva.

Consideradas as vantagens e as desvantagens que cada tipo de investimento possui, os investidores escolherão a partir de um conjunto de preferências e informações quais os investimentos farão. Entre as preferências do investidor, podem ser citadas: (a) nível de risco; (b) finalidade do investimento; (c) expectativa de retorno; e (d) formas de aporte e de remuneração, dentre outras preferências. Em relação às informações, os investidores poderão utilizar, por exemplo: (a) previsões de analistas financeiros; (b) dados sobre o mercado; (c)

informações obtidas nas demonstrações contábeis; (d) modelos matemáticos e estatísticos; e (e) histórico sobre o desempenho do título, dentre outras fontes possíveis.

Observa-se, dessa forma, que as informações contábeis podem fazer parte do conjunto informacional utilizado pelos investidores em títulos de dívida e, conseqüentemente, influenciar em suas decisões.

Diante desse contexto, a pesquisa possui como questão a ser investigada, a seguinte: Quais as principais características das pesquisas que abordam o impacto das informações contábeis nas transações ocorridas nos mercados de títulos de dívidas privadas e públicas?

Em razão do questionamento anterior, o principal objetivo da pesquisa é mapear as principais características das pesquisas que abordam o impacto das informações contábeis nas transações ocorridas nos mercados de títulos de dívidas privadas e públicas. De maneira , a presente pesquisa objetiva:

- Comparar as semelhanças e dissimilaridades das pesquisas que abordam os mercados de títulos emitidos por entidades privadas e os emitidos por entidades públicas; e
- Identificar as influências da abordagem da *value relevance* nas pesquisas analisadas.

O presente artigo está organizado da seguinte forma: (a) Introdução, (b) Plataforma Teórica, (c) Metodologia, (d) Análise dos Resultados e (e) Considerações Finais.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 A Hipótese do Mercado Eficiente

Considerando que o papel principal de um mercado de capitais é a alocação do estoque de capital disponível, Fama (1970) descreve que o mercado ideal seria aquele no qual os preços poderiam ser utilizados como sinais acurados da alocação dos recursos. Nesse contexto, o grau de eficiência de um mercado é medido pelo grau de reflexão (influência) das informações disponíveis nos preços. O conceito de eficiência de mercado prescinde da ideia de que há equilíbrio no mercado.

A ideia de que todas as informações disponíveis estariam completamente refletidas nos preços praticados em um determinado mercado, segundo Fama (1970) sempre seria possível se esse mercado tivesse as seguintes características: (a) ausência de custos de transação; (b) toda a informação está disponível gratuitamente para todos os participantes do mercado; e (c) todos os julgamentos sobre as informações correntes convergem para um denominador comum refletido nos preços correntes e futuros.

Em condições normais, um mercado não se comporta na forma descrita pelas características anteriormente citadas. Entretanto tais características devem ser entendidas como condições necessárias, mas, não suficientes para a aferição da eficiência de um mercado. Fama (1970) afirma que um mercado poder ser considerado eficiente se um número suficiente de investidores consegue acessar as informações disponíveis, independentemente dos custos envolvidos, e, mesmo não havendo consenso entre eles, consegue realizar ótimas avaliações das informações, impactando os preços do mercado.

De acordo com Fama (1970), a literatura sobre a eficiência de mercado descreve que os mercados se apresentam sobre três formas: (a) fraca; (b) semiforte; e (c) forte.

Na forma fraca, os preços atuais são reflexos apenas dos preços ou retornos passados. Os preços praticados em um mercado se comportariam como passeios aleatórios (*random walk*, em inglês), sendo que apenas o comportamento histórico dos preços seria o principal mecanismo que afetaria os preços futuros. As discrepâncias ocorridas nos preços seriam ocasionadas por um componente aleatório, como ocorre em uma série temporal que se distribui sobre a forma de um passeio aleatório.

Fama (1970) afirma que os trabalhos das décadas de 1950 e 1960 assumiam a premissa de que o comportamento dos preços das ações seria aproximadamente um passeio aleatório. Entretanto, destaca que esse comportamento seria válido, desde que não seja possível que o investidor o utilize para aumentar os retornos esperados, pois isso afetaria o equilíbrio do mercado.

Na forma semiforte, os preços são eficientemente ajustados pelas informações publicamente disponíveis, como, por exemplo, a divulgação dos relatórios anuais de uma entidade. A principal ideia dessa forma de mercado é que os preços correntes refletirão todas as informações publicamente disponíveis, reagindo o mercado toda vez que um novo conjunto de informações seja colocado à disposição dos investidores.

Os primeiros trabalhos que buscaram testar se os mercados se apresentariam na forma semiforte, conforme Fama (1970), fizeram uso da metodologia de estudo de eventos. De acordo com essa metodologia buscava aferir quais os comportamentos dos mercados nos períodos anterior e posterior à ocorrência de um evento, como, por exemplo, a realização de uma oferta secundária de ações.

A forma forte somente ocorreria se um determinado grupo de investidores (ou até mesmo um único investidor) tivesse o monopólio de acesso às informações relevantes à definição dos preços praticados em um mercado. A ideia principal, associada a essa forma, é que todas as informações disponíveis (públicas e as obtidas em função do monopólio) estão completamente refletidas nos preços.

Fama (1970) afirma que não se pode ter expectativas de que essa forma seja uma descrição exata da realidade. Todavia, segundo o autor, a construção teórica dessa forma auxiliou no surgimento de questões de pesquisas relacionadas aos usuários que têm acessos especiais às informações que ainda não se tornaram públicas. Como exemplo, o autor cita os fundos mútuos (condomínios abertos ou fechados que reúnem investidores para a compra de títulos mobiliários).

Malkiel (2003) afirma que a hipótese do mercado eficiente dominou a literatura de finanças até o começo desse século. A partir daí, os estudos passaram a buscar em elementos psicológicos e comportamentais explicações para o padrão dos preços nos mercados e fortalecendo a corrente de pensamento chamada finanças comportamentais.

A principal crítica feita pela corrente das finanças comportamentais, segundo Malkiel (2003), está relacionada com o comportamento dos preços em um mercado que não representaria um passeio aleatório. Algumas atitudes dos investidores são demonstravelmente pouco racionais e essas atitudes afetam o apreçamento e a previsibilidade do mercado. Como exemplo, o autor cita que em curtos períodos de tempo, diante de uma alta injustificada dos preços, considerando uma ótica racional, os investidores podem continuar a demandar tais títulos, no denominado efeito manada (*bandwagon effect*, em inglês), o que pode ser explicado por mecanismos psicológicos.

Apesar de a crítica apresentar elementos que conduzem a reflexões sobre o comportamento dos preços em um mercado, ela não representa uma evidência contra a eficiência do mercado. Malkiel (2003) afirma que os mercados de capitais são mais eficientes e menos previsíveis do que os estudos têm relatado.

Nesse mesmo sentido, Kothari (2001) descreve que apesar da existência de trabalhos que relatam evidências da ineficiência dos mercados, tais evidências precisam ser analisadas com bastante cuidado. Em primeiro lugar, porque a escolha de opções deficientes de metodologia de pesquisa pode criar uma falsa ineficiência. Em segundo, a utilização do comportamento irracional como resposta às imperfeições em um mercado não é uma explicação teórica robusta. O autor propõe que os estudiosos da corrente das finanças

comportamentais proponham hipóteses robustas e testes para a identificação da ineficiência de um mercado.

Dessa forma, a hipótese do mercado eficiente ainda se mostra factível. Obviamente, não é possível trabalhar com a ideia de um mercado perfeito capaz de refletir todas as informações (até mesmo aquelas publicamente disponíveis). Também não é crível imaginar que os preços de um mercado sempre se comportarão nos moldes descritos por funções matemáticas ou estatísticas. Mas, uma parcela da variação ocorrida nos preços praticados em um mercado poderá ser explicada por modelos quantitativos, que poderão fornecer subsídios sobre o grau de eficiência de um mercado.

No próximo item, passa-se a analisar a hipótese do mercado eficiente no contexto dos mercados de títulos de dívida.

2.2 Os Mercados de Títulos de Dívida e a Eficiência

Um mercado de títulos de dívida (*debt market* ou *bond market*, em inglês) representa um mercado onde são negociados instrumentos financeiros, nos quais as entidades emissoras se comprometem a remunerar em parcelas, prazos e formas pré-fixados as entidades compradoras, mediante a cessão de recursos dessas últimas para as primeiras. As transações podem ocorrer de forma primária, diretamente entre a entidade emissora e a compradora (com ou sem intermediação de uma instituição financeira ou assemelhada), ou de forma secundária, quando realizadas entre as entidades compradoras.

Os títulos de dívida representam instrumentos financeiros utilizados pela entidade emitente com o objetivo de obter recursos para as suas atividades. Podem ser emitidos tanto pelas entidades do setor privado, quanto por aquelas do setor público. São considerados títulos de renda fixa, pois as condições como o investidor será remunerado são previamente definidos no momento da emissão do título.

Nas transações ocorridas no mercado primário, mesmo mediante uma oferta pública, as condições definidas pela entidade emissora exercerão forte influência na definição do apreamento de tais títulos. Nessas transações, o comportamento de um mercado de títulos de dívida seria diferente do comportamento de um mercado de capitais. Todavia, nas transações realizadas no mercado secundário, o comportamento de ambos os mercados pode apresentar semelhanças em relação ao apreamento dos títulos negociados. Em função disso, emerge a ideia de que é possível aferir a eficiência de um mercado de títulos de dívida.

Considerando que a construção teórica sobre a eficiência do mercado de capitais poderia ser empregada para estudos envolvendo o mercado de títulos de dívidas, Katz (1974) propôs uma metodologia baseada em estudo de eventos.

Katz (1974) considerou que o anúncio da reclassificação da categoria de um título de dívida pelas agências de classificação de risco de crédito (*credit rating agency* ou *rating agency*, em inglês), seria o evento capaz de modificar o comportamento do preço desse título no mercado. O autor selecionou dados de empresas do setor elétrico, cujas classificações constavam nos *Standard & Poor's Bond Guides*, no período entre 1966 e 1972, alcançando um total de 66 empresas.

De acordo com os resultados dos modelos regressivos estimados, Katz (1974) demonstrou que não houve antecipação do mercado em relação às mudanças de classificação. Os ajustes do novo nível de preços ocorreram em curto prazo, sendo que 80% dos casos aconteceram a partir do anúncio e em até um mês após a divulgação do mesmo. O autor concluiu pela ineficiência do mercado de títulos de dívida analisado, porém, complementou que durante a pesquisa haviam emergido questões relevantes sobre a eficiência de tais

mercados, como, por exemplo, o entendimento dos motivos da completa falta de antecipação ou a explicação sobre a influência das agências de classificação de risco de crédito.

Nota-se que os achados da pesquisa de Katz, não invalidaram a ideia de que é possível aferir a eficiência de um mercado de títulos de dívida, mas demonstraram a possível influência das agências de classificação de risco, nesse tipo de mercado. Tais achados demonstraram que o mercado de capitais e o de títulos de dívida apresentariam comportamentos distintos em relação à incorporação das informações disponíveis.

Grier e Katz (1976), também, testaram a hipótese de eficiência para o mercado de títulos de dívida admitindo que o mercado analisado se apresentaria na forma semiforte. De maneira similar à pesquisa anteriormente apresentada, os autores escolheram como evento o anúncio da reclassificação da categoria de um título de dívida pelas agências de classificação de risco. Porém, dividiram as empresas analisadas em dois grandes grupos: (a) indústrias; e (b) prestadoras de serviços de utilidade pública. Foram analisados os títulos de 96 empresas de ambos os grupos, no período idêntico ao analisado por Katz (1974).

A segregação em dois grupos foi importante para as evidências da pesquisa. Grier e Katz (1978) descrevem que houve antecipação (as informações disponíveis foram assimiladas pelo mercado antes do anúncio da reclassificação) para os títulos do grupo de indústrias, mas não para aqueles das empresas prestadoras de serviços de utilidade pública. Outra evidência da pesquisa é que os títulos, cujo vencimento está mais longínquo em relação aos outros, reagem mais às más notícias.

Os achados da pesquisa de Grier e Katz (1976) demonstraram que a ideia de eficiência para um mercado de títulos de dívida é factível. Mesmo considerando as diferenças desses mercados com os de capitais, o comportamento dos preços demonstra reagir ao surgimento de novas informações. Evidentemente, o comportamento poderá ser influenciado por outras variáveis, como foi o caso do segmento da empresa emissora do título. Outras pesquisas evidenciaram achados similares em relação ao grau de eficiência dos mercados de títulos de dívida, como, por exemplo, Pinches e Singleton (1978), Goh e Ederington (1993) e Hotchkiss e Ronen (2002).

Tendo escolhido os títulos de dívida municipais, Ingram, Brooks e Copeland (1983) também buscaram aferir o grau de eficiência do respectivo mercado. Novamente, o evento escolhido foi a mudança de categoria de acordo com as agências de classificação de risco. A amostra foi composta por títulos emitidos por 127 municipalidades, listadas na *Blue List* (publicada por uma divisão da Standard & Poor's), durante o período entre agosto de 1976 a fevereiro de 1979.

Os autores evidenciaram que mudanças de classificação de categorias podem fornecer uma informação relevante para o mercado quando: (a) houver defasagem entre a ocorrência do evento e a evidenciação das demonstrações contábeis; (b) os custos de obtenção e de análise das informações forem substanciais; e (c) as mudanças de classificação ocorrerem conjuntamente com a evidenciação de novas informações. Mesmo diante de algum grau de eficiência, os preços de um mercado de títulos de dívida reagiram às mudanças de classificação de risco.

As pesquisas anteriormente apresentadas deixam evidente que existe aplicabilidade da hipótese do mercado eficiente, ainda que se trate de um mercado de títulos de dívidas. Nem mesmo o setor, ao qual pertence a entidade emissora, foi capaz de invalidar tal aplicação. Ressalta-se, porém, que algumas características desse tipo de mercado precisam ser levadas em consideração no momento de definição dos modelos a ser utilizados nas pesquisas. Ademais, o grau de eficiência de um mercado de títulos de dívida pode ser afetado em razão das características desse.

Na continuação, passa-se a analisar as principais ideias oriundas das pesquisas que adotam a ótica da *value relevance*.

2.3 O Papel das Informações Contábeis nos Mercados: A Ótica da *Value Relevance*

Duas características das informações contábeis têm sido bastante destacadas pelos organismos normatizadores da contabilidade, na atualidade. São elas: (a) relevância; e (b) confiabilidade.

De acordo com o Financial Accounting Standard Board (FASB) (2008), órgão normatizador norte-americano, em seu pronunciamento *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2*, essas características são responsáveis por tornar úteis as informações contábeis nos processos decisórios. Mais especificamente sobre a relevância, o FASB considera que uma informação contábil será relevante se for tempestiva e se possuir valor preditivo ou valor confirmatório, sendo capaz de influenciar as escolhas dos usuários das informações contábeis.

Nesse mesmo sentido, o International Accounting Standard Board (IASB) (2010), em seu pronunciamento *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, complementa que o valor preditivo da informação contábil se associa com o uso dessa informação para a predição de resultados futuros. A sua vez, o valor confirmatório da informação contábil se refere ao emprego dessa informação para avaliar e até mesmo alterar previsões feitas anteriormente. Destaca-se que esses usos somente serão possíveis se as informações forem tempestivas, ou seja, se estiverem disponíveis a tempo em que seu conteúdo não tenha perdido a capacidade de influenciar os processos decisórios.

Considerando essas características e a hipótese do mercado eficiente, a abordagem da *value relevance* objetiva operacionalizar pesquisas que comprovem tais atributos das informações contábeis. De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), tal operacionalização é possível através de testes que comprovem que uma informação contábil é relevante para um dado mercado, ou seja, a mesma apresenta conteúdo informacional capaz de influenciar os preços do referido mercado.

Os testes buscam aferir se um valor contábil será capaz de prever uma relação significativa com os preços de um mercado. Em caso positivo, tal valor seria considerado relevante pelo investidor para avaliar o desempenho econômico-financeiro de uma entidade e seria refletido nos preços de um dado mercado.

Sob essa ótica, a relevância de uma informação contábil representaria que a incorporação dessa no conjunto de informações disponíveis seria refletida nos preços, conforme descrito na hipótese de eficiência do mercado. Considerando a posição apresentada pelos organismos normatizadores, esse reflexo poderá ocorrer diretamente, quando a informação contábil for utilizada para predição de resultados futuros, ou indiretamente, quando a mesma for utilizada na confrontação dos valores preditos previamente.

Barth, Beaver e Landsman (2001) descrevem que as pesquisas sob a ótica da *value relevance* usam diversos modelos de avaliação para estruturar os testes e, geralmente, empregam os valores de um mercado de capitais, para avaliar a relevância da informação contábil. As principais técnicas utilizadas são oriundas da econometria e objetivam verificar a significância dos coeficientes dos valores contábeis nas estimativas realizadas. Quando tais coeficientes são significativos, estatisticamente, e apresentam os sinais esperados, isto representa uma situação que é compreendida como evidência da relevância da informação contábil.

As principais características das pesquisas sob a ótica da *value relevance*, de acordo como Barth, Beaver e Landsman (2001), são:

- Fornecem subsídios sobre questões práticas que podem ser do interesse dos organismos reguladores, assim como, de outros usuários das informações contábeis;
- Propiciam a identificação da relevância de determinada informação contábil de modo a auxiliar na criação, na alteração ou na extinção de normas;
- Em virtude da influência dos organismos reguladores, o foco principal das pesquisas tem sido os mercados de capitais. Entretanto, os mercados de créditos (como, por exemplo, o de títulos de dívida) e as relações contratuais intraorganizacionais, também, têm sido estudados;
- Apesar de poderem utilizar modelos de avaliação, não possuem como objetivo a estimação do valor das organizações; e
- Permitem avaliar os efeitos causados pela presença do conservadorismo nos valores contábeis, quando esses são correlacionados com os valores de mercado.

As principais críticas apresentadas em relação às pesquisas sob essa ótica foram sintetizadas por Holthausen e Watts (2001). De acordo com os autores, as contribuições dessas pesquisas são modestas, em especial para os organismos normatizadores, pois:

- A maioria das pesquisas testa apenas a associação entre o valor do patrimônio líquido e o seu respectivo valor de mercado;
- Os estudos não verificam se há convergência entre os atributos de qualidade das informações contábeis e os considerados pelo mercado;
- As evidências apresentadas demonstram um provável uso das informações contábeis pelo mercado, porém não evidenciam a influência dos demais usuários no processo de definição das normas contábeis; e
- Não é possível a identificação clara da associação entre a relevância de uma informação contábil e a emissão de uma norma contábil.

Em relação aos modelos empregados nas pesquisas desenvolvidas sob a ótica da *value relevance*, dois grupos têm sido bastante utilizados: (a) modelos de retorno; e (b) modelo de preços (Ye, 2006; Mbagwu, 2007). No primeiro tipo, a variável dependente seria o retorno de um título, sendo que a informação contábil (geralmente o lucro ou a variação do lucro) estaria correlacionada com a predição dos ganhos, os quais embasariam a formação dos preços de um mercado. No outro, a variável dependente seria o preço de um título, sendo que a informação contábil (primordialmente o patrimônio líquido e/ou o lucro) estaria correlacionada diretamente com os preços praticados em um mercado.

3 METODOLOGIA

De acordo com a forma de abordagem proposta, a presente pesquisa pode ser classificada como quali-quantitativa. Busca-se entender de maneira crítica, com o uso auxiliar de técnicas quantitativas, o fenômeno analisado, ou seja, as pesquisas que abordaram a temática do mercado de títulos de dívida. Por qualidade compreende-se a essência do fenômeno estudado.

De acordo com a estratégia adotada, a pesquisa pode ser classificada como exploratória. Objetiva-se a obtenção de informações mais detalhadas acerca do fenômeno em análise, de maneira a identificar as suas principais características.

Após demonstrar as possíveis classificações da pesquisa, passa-se à apresentação dos procedimentos metodológicos realizados.

A primeira etapa compreendeu a coleta a organização dos artigos publicados em periódicos acadêmicos, desde que os mesmos versassem sobre a temática analisada. Foram realizadas buscas nos seguintes catálogos localizados na internet:

- ProQuest – www.proquest.com;
- ScienceDirect – www.sciencedirect.com; e
- Web of Science – isiweboknowledge.com.

As buscas se restringiram aos artigos publicados em língua inglesa. Como estratégia de busca foram utilizados os termos ‘*bond market*’ ou ‘*debt market*’ associados com o termo ‘*accounting*’. Foram selecionados os artigos que abordavam, de maneira direta ou indireta, a relação entre as informações contábeis e os mercados de títulos de dívida.

Foram selecionados 26 artigos publicados entre os anos de 1983 a 2012 (até o mês de setembro de 2012, mais exatamente), sendo esta a amostra em análise na presente pesquisa.

A segunda etapa compreendeu a leitura e a análise dos artigos selecionados. Durante esta etapa foram coletadas informações sobre as principais características de tais artigos, conforme descrito na continuação:

- Setor: refere-se ao setor econômico que é analisado no artigo, havendo a sua segregação em duas possíveis categorias: (a) privado; e (b) público;
- Variável dependente: compreende, quando aplicável, a identificação da variável dependente utilizada na pesquisa objeto de análise;
- Técnica: descreve o procedimento técnico utilizado na pesquisa;
- Informação contábil: compreende as informações contábeis que foram relacionadas nos artigos;
- Década: relativo à década em que o artigo foi publicado, iniciando-se a partir de 1980;
- Tema: descreve a temática abordada na pesquisa analisada; e
- Abordagem: indica se a pesquisa foi desenvolvida sob a abordagem da *value relevance* ou outra abordagem.

A terceira etapa compreendeu a aplicação da técnica de análise de correspondência, visando identificar se havia associação entre a característica setor e as seguintes características: (a) variável dependente; (b) técnica; (c) informação contábil; (d) década; e (e) tema. O uso desta técnica se fez necessário, pois, a mesma possibilitou:

- Identificar se havia associação entre as características confrontadas, indicando possíveis tendências; e
- Descrever as semelhanças e as dissemelhanças das pesquisas de acordo com o setor estudado.

Visando identificar a influência da abordagem da *value relevance*, foi realizada uma análise de correspondência múltipla, envolvendo além desta característica, as relativas ao setor e ao tema.

Na organização das informações foi utilizado o aplicativo LeFiche©, versão 1.0, e na análise das relações entre as características, o aplicativo SPSS©, versão 19.0. Para todos os testes estatísticos utilizados foi considerado um nível de significância de 5%.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A amostra inicial foi composta por 28 artigos. Desses artigos, dois foram retirados da amostra em função da abordagem escolhida pelos seus autores. Ambos os trabalhos têm como temática a incompletude das informações no mercado de títulos de dívida e utilizaram o desenvolvimento teórico de modelos para o tratamento de tal situação.

No primeiro artigo, Duffie e Lando (2001) descreveram um modelo que demonstra que a incompletude das informações contábeis, evidenciadas pelas entidades, está associada ao risco de inadimplência e, conseqüentemente, aos retornos gerados pelos títulos de dívida negociados no mercado secundário.

No segundo, Agliardi e Agliardi (2011), também, utilizaram como premissa a incompletude de informações e propuseram um modelo destinado à avaliação dos riscos associados aos títulos duvidosos, por meio do emprego da lógica *fuzzy*. Os autores chegaram a conclusão de que ao final da vigência, um título privado considerado duvidoso é tão arriscado quanto um título emitido por uma entidade pública.

Os dois artigos tratam da assimetria informacional existente entre os investidores e os emissores dos títulos de dívida, em especial em relação às informações contábeis. Nos modelos desenvolvidos, as informações contábeis seriam capazes de afetar o comportamento dos mercados de títulos de dívida, demonstrando que seu conteúdo informacional impactaria os preços praticados em um mercado secundário, do modo descrito na hipótese do mercado eficiente.

Dos artigos restantes, quinze analisaram o mercado de títulos de dívida emitidos pelo setor privado e onze, sobre os títulos emitidos pelo setor público. A maioria dos artigos foi publicada durante a década de 2000. Em relação aos artigos que tratam do setor público, verificou-se que, com exceção do artigo de Schuknecht, Hagen, Wolswijk (2009), todos os demais trataram tão somente dos governos municipais ou locais. Na continuação, são apresentados os resultados da análise de correspondência entre as características analisadas.

A primeira análise se relaciona com as características setor e variável dependente. Dentre as variáveis dependentes, foram identificadas as seguintes categorias:

- Juros: Compreende a remuneração que é paga pelo emissor do título aos portadores desses;
- Nível de evidenciação: Representa o nível de evidenciação das informações contábeis por parte da entidade emissora do título;
- Preço: Valor de negociação do título em um mercado secundário;
- Retorno: Refere-se ao ganho ou à perda obtida pelo adquirente do título, em função da diferença entre o preço de aquisição e o de venda ou o valor de resgate do respectivo título;
- Retorno da entidade: Relaciona-se com os ganhos ou as perdas obtidas por uma entidade ao longo de um determinado período; e
- Risco: Refere-se à probabilidade de inadimplência de uma entidade em relação aos títulos e outras obrigações dessa.

Tabela 1 – Análise de correspondência – Setor x Variável dependente

		Variável dependente					Total	
		Juros	Nível de evidenciação	Preço	Retorno	Retorno da entidade		Risco
Setor	Setor Privado	2	0	1	7	2	6	18
	Setor Público	2	1	0	4	0	5	12
Total		4	1	1	11	2	11	30
Teste qui-quadrado		3,864 [0,569]						

De acordo com o resultado do teste qui-quadrado, cuja estatística alcançou o valor de 3,864 e uma probabilidade de 0,569, não há associação entre as características setor e variável dependente. Assim sendo, nota-se que as pesquisas realizadas analisaram o comportamento de um amplo número de variáveis e que não há tendências que diferenciem as pesquisas relacionadas com os setores privado e público.

As categorias juros, preço, retorno e risco são diretamente associadas aos títulos e representam características do mercado de títulos. Doze pesquisas utilizaram o preço ou o retorno dos títulos como variável dependente. Complementa-se que quatro dos artigos, que compõem a amostra, analisaram duas variáveis dependentes.

A segunda análise se referiu as características setor e técnica. Foram identificadas cinco categorias entre as técnicas empregadas. São elas: (a) dados em painel; (b) equações simultâneas; (c) modelos logísticos; (d) regressão clássica; e (e) testes de média.

Tabela 2 – Análise de correspondência – Setor x Técnica

		Técnica				Total	
		Dados em painel	Equações simultâneas	Modelos logísticos	Regressão clássica		Testes de média
Setor	Setor Privado	6	1	3	4	1	15
	Setor Público	2	0	3	5	1	11
Total		8	1	6	9	2	26
Teste qui-quadrado		2,556 [0,635]					

O resultado do teste qui-quadrado, com uma probabilidade de 0,635, implicou na não rejeição da hipótese de que não há associação entre as características setor e técnica. Dessa forma, verifica-se que não há diferenças entre as pesquisas com o setor privado e com o público, em relação às técnicas utilizadas para análise dos dados.

As estratégias adotadas pelos pesquisadores demonstraram ser aplicáveis em ambos os setores. Um especial destaque para as pesquisas que utilizaram modelos logísticos, pois, a maioria utilizou como variável dependente a classificação de risco de inadimplência (risco de crédito ou *rating*) emitido pelas agências de classificação de crédito.

Outro destaque está relacionado com o artigo de Ziebart e Reiter (1992) que utilizou a técnica de equações simultâneas. Os autores analisaram o impacto direto e indireto das informações contábeis sobre os retornos de 189 títulos de dívida do setor privado. As evidências descritas no artigo indicam que as informações contábeis afetam diretamente o preço e o risco dos títulos e, indiretamente, o preço em razão de impactar o risco associado a tais títulos.

Na terceira análise foram confrontadas as características setor e informação contábil. Um artigo apresentou o uso de três categorias das informações contábeis e dois artigos, de duas categorias. As informações contábeis, utilizadas como variáveis explicativas ou de controle nos artigos analisados, foram segregadas em quatro categorias:

- Indicadores financeiros: Referem-se aos diversos indicadores que utilizam informações contábeis em seus cálculos, tais como, indicadores de liquidez, de endividamento e de rentabilidade;
- Itens patrimoniais: Quando as informações contábeis oriundas do balanço patrimonial são usadas diretamente na análise. Os itens utilizados foram: (a) ativos; (b) ativos líquidos; (c) obrigações financeiras; e (d) tributos diferidos;
- Qualidade da informação: Nessa categoria ficaram as pesquisas que utilizaram características qualitativas das informações contábeis, tais como: (a) conservadorismo; (b) tempestividade; e (c) acurácia; e
- Resultado: Compreende o uso das informações contábeis extraídas da demonstração de resultado, em especial, o resultado líquido do exercício.

Tabela 3 – Análise de correspondência – Setor x Informação contábil

		Informação contábil				Total
		Indicadores financeiros	Itens patrimoniais	Qualidade da informação	Resultado	
Setor	Setor Privado	9	1	3	3	16
	Setor Público	6	3	1	4	14
Total		15	4	4	7	30
Teste qui-quadrado		2,621 [0,454]				

Novamente, o resultado do teste qui-quadrado, com uma probabilidade de 0,454, indicou que não há associação entre as características analisadas. Verifica-se que as informações contábeis têm sido empregadas nas pesquisas sem a definição de uma tendência, tanto nas pesquisas com o setor público, quando com o privado.

A categoria de informações contábeis mais utilizada foi a dos indicadores financeiros. Em ambos os setores, os indicadores de endividamento e de rentabilidade foram os mais empregados.

No trabalho de Anderson, Mansi e Reeb (2004), foram utilizadas as informações contábeis empregadas nos cálculos dos indicadores que são utilizados como cláusulas ou obrigações restritivas (*covenants*, em inglês), nos títulos de dívida.

No setor público, os artigos de Copeland e Ingram (1983), Benson, Marks e Raman (1984), Soybel (1992) e Reck e Wilson (2006) fizeram uso de indicadores de geração de recursos (que funcionariam como indicadores de rentabilidade, usando-se a visão do setor privado), para tentar verificar os impactos dessas informações nas variáveis dependentes analisadas. Ademais, nota-se que o uso das informações contábeis associado com o resultado das entidades abrange um número relevante de artigos nos dois setores.

A quarta análise relaciona as características setor e década. De acordo com as datas de publicações dos artigos, foram formadas quatro categorias: (a) 1980-1989; (b) 1990-1999; (c) 2000-2009; e (d) 2010-2019. A seguir são apresentados a tabela de contingência e o resultado do teste qui-quadrado.

Tabela 4 – Análise de correspondência – Setor x Década

		Década				Total
		1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2019 ^(a)	
Setor	Setor Privado	0	2	7	6	15
	Setor Público	4	3	4	0	11
Total		4	5	11	6	26
Teste qui-quadrado		10,655 [0,014]				

Legenda: (a) Inclui os artigos publicados até setembro de 2012.

A estatística qui-quadrado registrou um valor de 10,655, o que implicou em uma probabilidade de 0,014 e na rejeição da hipótese de que não há associação entre as características. Em razão disso, pode-se afirmar que há uma tendência, tanto para as pesquisas que envolvem o setor privado, quanto com as do setor público, que será especificada na sequência.

Tabela 5 – Análise de correspondência – Setor x Década – Resíduos padronizados

		Década			
		1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2019 ^(a)
Setor	Setor Privado	-1,519	-0,521	0,260	1,364
	Setor Público	1,774	0,608	-0,303	-1,593

Legenda: (a) Inclui os artigos publicados até setembro de 2012.

Para identificar as tendências para ambos os setores, foram verificados os resíduos padronizados da análise de correspondência. Em relação às pesquisas com o setor privado, os resíduos indicam que a última década apresenta a associação mais relevante, indicando que nesta década a maior tendência têm sido as pesquisas com este setor. Em relação ao setor público, a primeira década apresenta a associação mais relevante.

Observando-se os demais resultados, verifica-se que ao longo do período analisado houve um crescimento das pesquisas que analisaram o mercado de títulos de dívidas privadas. Em sentido contrário, as pesquisas com o setor público mostram tendência declinante.

No setor privado, o interesse pelo impacto causado pelas classificações de risco de inadimplência emitidas pelas agências de classificação de crédito (Defond & Zhang, 2010; Güntay & Hackbarth, 2010; Mansi, Maxwell, & Miller, 2011; Helfin, Shaw, & Wild, 2011; Edmonds, Edmonds, & Maher, 2011), é facilmente identificável nas pesquisas realizadas a partir do ano 2010.

No setor público, a falta ou a pouca regulação que existia nos Estados Unidos foi o principal indutor das pesquisas na década de 1980 (Ingram, Brooks, & Copeland, 1983; Copeland & Ingram, 1983; Apostolou, Reeve, & Giroux, 1984; Benson, Marks, & Raman, 1984). As mudanças implementadas no setor público norte-americano, nas décadas seguintes, podem ter reduzido tal interesse.

Na quinta análise foi verificada a associação entre as características setor e tema. O tema abordado pelos artigos foi classificado em cinco categorias, apresentadas na sequência:

- Classificação de risco: Compreende as pesquisas que estudaram: (a) o impacto das mudanças de classificação feitas pelas agências de análise de crédito; (b) a influência das grandes empresas de auditoria; (c) a influência das previsões dos analistas; e (d) a análise da relação entre risco e retorno dos títulos de dívida;
- Eficiência de mercado: Refere-se aos estudos que abordaram: (a) as reações do mercado à evidenciação de certas informações contábeis e/ou financeiras; (b) as reações do mercado aos resultados inesperados, tanto em relação às boas, quanto às más notícias; (c) a fragilidade das evidenciações realizadas pelas entidades; e (d) a adoção de normas que afetam a evidenciação das entidades; e
- Integridade das informações: Abrange os artigos que analisaram: (a) a percepção do mercado sobre a qualidade das informações contábeis evidenciadas, em função do controle interno da entidade; (b) a ausência de evidenciação de certas informações; e (c) a qualidade das informações contábeis, em função da existência do Conselho de Administração.

Tabela 6 – Análise de correspondência – Setor x Tema

		Tema			Total
		Classificação de risco	Eficiência de mercado	Integridade das informações	
Setor	Setor Privado	4	4	7	15
	Setor Público	2	8	1	11
Total		6	12	8	26
Teste qui-quadrado		6,027 [0,049]			

De acordo com o resultado do teste qui-quadrado, com uma probabilidade de 0,049, há associação entre as características setor e tema. As pesquisas dos setores públicos e privado apresentam tendências em relação ao tema. Visando identificar tais tendências, foram analisados os resíduos padronizados.

Tabela 7 – Análise de correspondência – Setor x Tema – Resíduos padronizados

		Tema		
		Classificação de risco	Eficiência de mercado	Integridade das informações
Setor	Setor Privado	0,289	-1,111	1,110
	Setor Público	-0,338	1,297	-1,296

Os artigos que pesquisaram sobre o setor privado apresentaram maior associação com o tema integridade das informações. Estes artigos apresentaram, como característica em comum, a proposta de analisar aspectos qualitativos relacionados com a integridade das informações contábeis. Integridade é entendida como sendo a capacidade de representação da situação econômica.

Partindo da premissa de que as informações contábeis são relevantes para o mercado, mudanças em aspectos qualitativos das informações contábeis seriam capazes de explicar, parcialmente, as diferenças dos preços dos títulos de dívida (assim como dos juros, do risco e do retorno dos mesmos). As evidências trazidas por esses artigos indicam que maior integridade das informações contábeis implicaria em menor custo da dívida para uma entidade (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Yu, 2005; Elbannan, 2009; Helfin, Shaw, & Wild, 2011).

Os artigos que tratam do setor público apresentaram associação mais relevante com o tema eficiência de mercado. Essencialmente, estes artigos visaram analisar o comportamento do mercado de títulos de dívida, em razão de evidenciações específicas realizadas pelas entidades.

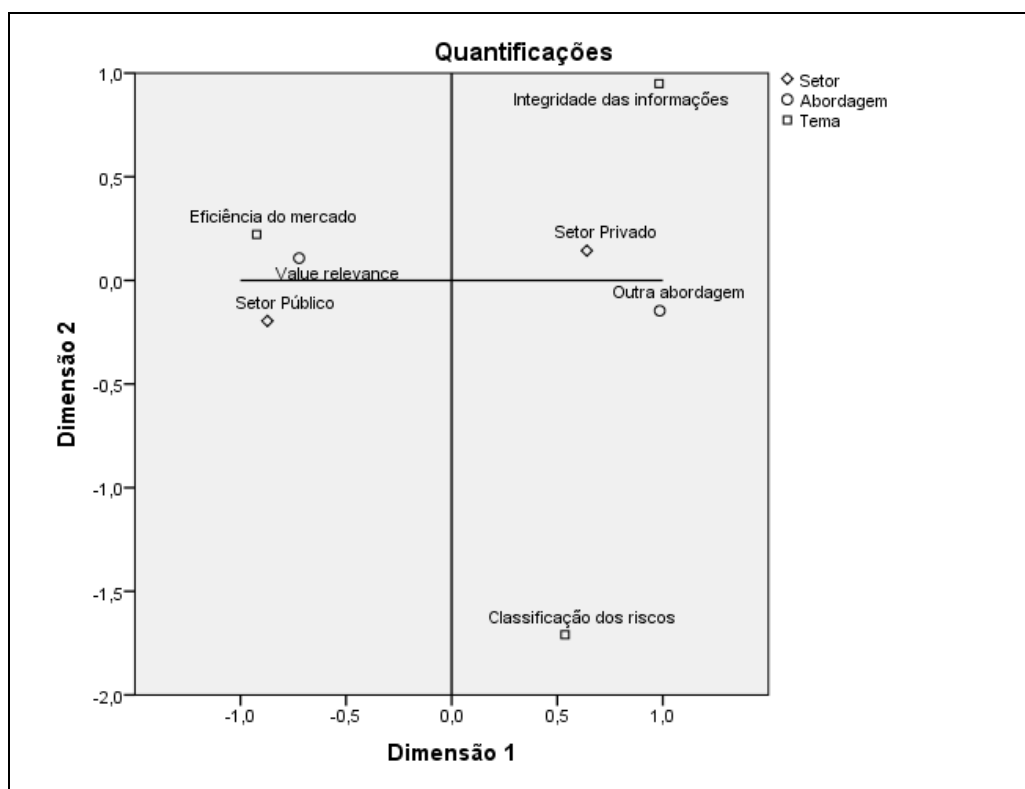
O principal destaque destes artigos se refere à questão de diferenças de evidenciação em função da regulação. A maioria destas pesquisas analisou o impacto das informações contábeis geradas e/ou evidenciadas pelas mudanças no conjunto de normas contábeis (Copeland & Ingram, 1983; Benson, Marks, & Raman, 1984; Gore, 2004; Reck & Wilson, 2006; Plummer, Hutchison, & Patton, 2007).

A última etapa se refere à análise de correspondência múltipla envolvendo as características setor, tema e abordagem. A característica abordagem foi dividida em duas categorias: (a) utilizou a abordagem da *value relevance*; e (b) outra abordagem. Para verificar a possibilidade de realização da análise de correspondência múltipla foram realizados testes qui-quadrado entre as características analisadas, duas a duas.

Tabela 8 – Testes qui-quadrado – Setor x Tema x Abordagem

Características analisadas	Teste qui-quadrado
Setor x Tema	6,027 [0,049]
Setor x Abordagem	4,547 [0,033]
Tema x Abordagem	10,636 [0,005]

Os resultados dos testes qui-quadrado alcançaram probabilidades inferiores a 0,05, o que implicou na existência de associação entre as três características analisadas. Na continuação é apresentado o mapa perceptual obtido da análise múltipla.



Quadro 1 – Mapa perceptual – Setor x Tema x *Value relevance*

A análise do mapa perceptual indica que as categorias setor público (setor), eficiência de mercado (tema) e *value relevance* (abordagem) apresentaram uma forte associação. Tal situação é justificada principalmente em razão da associação do tema com o setor e com a abordagem. A abordagem da *value relevance* busca avaliar o impacto das informações contábeis em um determinado mercado, utilizando muito comumente os testes de eficiência do mercado. Dessa forma, a associação das categorias setor público e eficiência de mercado, naturalmente, conduziu à associação com a abordagem da *value relevance*.

As categorias setor privado (setor), integridade das informações (tema) e outra abordagem (abordagem) demonstraram, também, possuir associação. Isto não significa dizer que a abordagem da *value relevance* não tem sido utilizada nas pesquisas com o setor privado. Em relação ao mercado de títulos de dívida privada, outras abordagens têm sido escolhidas pelos autores, tais como, a análise de classificação de riscos (Güntay & Hackbarth, 2010; Helfin, Shaw, & Wild, 2011; Edmonds, Edmonds, & Maher, 2011; Mansi, Maxwell, & Miller, 2011) ou da transparência das entidades (Yu, 2005).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando o atingimento do objetivo proposto na presente pesquisa, foram analisadas pesquisas que abordaram o impacto das informações contábeis no mercado de títulos de dívidas privadas e públicas. Buscou-se identificar características capazes de descrever semelhanças e dissemelhanças entre as pesquisas que abordaram o setor privado e as do setor público.

As características variável dependente, técnica e informação contábil não apresentaram tendências que diferenciasssem as pesquisas com o setor privado e as com o setor público. Em relação a estas características, ficou demonstrado que as pesquisas em ambos os setores são bastante semelhantes. As variáveis dependentes analisadas, em sua maioria, representam características dos títulos, tais como, preço, juros, retorno e risco. A técnica e as informações contábeis variaram de acordo com as características das amostras estudadas.

As semelhanças evidenciam que, em relação a tais características, os fenômenos estudados em ambos os mercados serão determinantes na definição das características relativas à variável dependente, à técnica e às informações contábeis.

A primeira dissemelhança foi identificada em relação à característica década. Verificou-se que as pesquisas do setor privado apresentam forte associação com a década atual, indicando o crescimento nas últimas décadas. As pesquisas do setor público apresentam forte associação com a década de 1980, demonstrando uma tendência de decrescimento nas últimas décadas.

Diante dessa evidência e tendo em consideração o processo de convergência das normas nacionais de contabilidade para as internacionais no setor governamental, verifica-se que poderá haver mudança nessa tendência, em virtude das alterações advindas do referido processo.

Outra dissemelhança está relacionada com a característica tema. As pesquisas que envolvem o setor público apresentaram associação ao tema eficiência de mercado. Observa-se, novamente, que a diversidade de modelos contábeis existentes no setor público propicia um ambiente para a verificação empírica da hipótese do mercado eficiente. Ademais, o volume de recursos obtidos pelos entes públicos nesses mercados permite a geração de amostras mais homogêneas do que as provenientes do setor privado.

As pesquisas que envolvem o setor privado estavam associadas ao tema integridade das informações contábeis. Esta situação pode decorrer em função de a regulação contábil no setor privado ser mais intensa e mais uniforme. Assim sendo, o conjunto de informações obrigatoriamente evidenciadas pelas entidades privadas difeririam mais em qualidade do que em quantidade. Ademais, algumas entidades podem realizar evidenciações voluntárias, caso os incentivos econômicos por tais práticas forem bastante atrativos.

Considerando a abordagem da *value relevance*, as pesquisas do setor público se mostraram mais associadas à respectiva abordagem. Tal situação decorreria da associação que estas pesquisas têm com o tema eficiência de mercado. Como o mercado de capitais é acessado apenas por algumas empresas estatais, o mercado de títulos de dívida se converte no melhor ambiente para as pesquisas que usam a abordagem da *value relevance*, no setor público. No setor privado, a abordagem seria mais utilizada com amostras oriundas do mercado de capitais, pois, este apresentaria maior liquidez do que o mercado de títulos de dívida.

As evidências encontradas pela presente pesquisa devem ser mais interpretadas como sendo oportunidades de novas pesquisas, do que como um mapa completo das pesquisas sobre a *value relevance* e/ou o mercado de títulos de dívida em relação às informações contábeis.

Complementa-se que as técnicas empregadas limitam tais evidências a amostra analisada, sem, entretanto, invalidá-las.

Sugere-se a ampliação da amostra e a utilização de outras técnicas, em pesquisas futuras. Poder-se-ia, ainda, serem analisadas outras características relacionadas com tais pesquisas.

REFERÊNCIAS

- Agliardi, E. & Agliardi, R. (2011). Bond pricing under imprecise information. *Operational Research International Journal*, 11(3), 299-309.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Apostolou, N. G., Reeve, J. M., & Giroux, G. A. (1984). Accounting information and municipal bond net interest cost: an empirical evaluation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 3(1), 9-28.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104.
- Benson, E. D., Marks, B. R., & Raman, K. K. (1984). State regulation of accounting practices and municipal borrowing costs. *Journal of Accounting and Public Policy*, 3(2), 107-122.
- Copeland, R. M. & Ingram, R. W. (1983). Municipal bond market recognition of pension reporting practices. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2(3), 147-165.
- Defond, M. L. & Zhang, J. (2010). The timeliness of the bond market reaction to bad news earnings surprise. *Working Paper*, University of Southern California, 1-59.
- Duffie, D. & Lando, D. (2001). Term structures of credit spreads with incomplete accounting information. *Econometrica*, 69(3), 633-664.
- Edmonds, C. T., Edmonds, J. E., & Maher, J. J. (2011). The impact of meeting or beating analysts' operating cash flow on a firm's cost of debt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 27(2), 242-255.
- Elbannan, M. A. (2009). Quality of internal control over financial reporting, corporate governance and credit ratings. *International Journal of Disclosure and Governance*, 6(2), 127-149.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Financial Accounting Standard Board. (2008). *Statement of financial accounting concepts no. 2 – qualitative characteristics of accounting information*. Recuperado em 06 setembro, 2012 de <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175820900526&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlob>.
- Goh, J. C. & Ederington, L. H. (1993). Is a bond rating downgrade bad news, good news, or no news for stockholders? *The Journal of Finance*, 48(5), 2001-2008.
- Gore, A. K. (2004). The effects of GAAP regulation and bond market interaction on local government disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(1), 23-52.
- Grier, P. & Katz, S. (1976). The differential effects of bond rating changes among industrial and public utility bonds by maturity. *The Journal of Business*, 49(2), 226-239.
- Güntay, L. & Hackbarth, D. (2010). Corporate bond credit spreads and forecast dispersion. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2328-2345.

- Helfin, F., Shaw, K. W., & Wild, J. J. (2011). Credit ratings and disclosure channels. *Research in Accounting Regulation*, 23(1), 20-33.
- Holthausen, R. W. & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3-75.
- Hotchkiss, E. S. & Ronen, T. (2002). The informational efficiency of the corporate bond market: an intraday analysis. *The Review of Financial Studies*, 15(5), 1325-1354.
- Ingram, R. W., Brooks, L. D., & Copeland, R. M. (1983). The information content of municipal bond rating changes: a note. *The Journal of Finance*, 38(3), 997-1003.
- International Accounting Standard Board. (2010). *The conceptual framework for financial reporting*. 2010. Recuperado em 06 setembro, 2012 de <http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/English%20Web%20summaries/Conceptual%20Framework.pdf>.
- Katz, S. (1974). The price adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bond market efficiency. *The Journal of Finance*, 29(2), 551-559.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *CEPS Working Paper*, 91, 1-47.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. (2011). Analyst forecast characteristics and the cost of debt. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 116-142.
- Mbagwu, C. I. (2007). *Essays on the value relevance of earnings measures*. Tese de Doutorado, Edward School of Business, University of Saskatchewan, Saskatoon
- Pinches, G. E. & Singleton, J. C. (1978). The adjustment of stock prices to bond rating changes. *The Journal of Finance*, 33(1), 29-44.
- Plummer, E., Hutchison, P. D., & Patton, T. K. (2007). GASB no. 34's governmental financial reporting model: evidence on its information relevance. *The Accounting Review*, 82(1), 205-240.
- Reck, J. L. & Wilson, E. R. (2006). Information transparency and pricing in the municipal bond secondary market. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(1), 1-31.
- Schuknecht, L., Hagen, J., & Wolswijk, G. (2009). Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada. *European Journal of Political Economy*, 25(3), 371-384.
- Soybel, V. E. (1992). Municipal financial reporting and the general obligation bond market: New York City, 1961-1975. *Journal of Accounting and Public Policy*, 11(3), 207-231.
- Ye, J. (2006). *Essays in empirical accounting research*. Tese de Doutorado, Columbia University, New York.
- Yu, F. (2005). Accounting transparency and the term structure of credit spreads. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 53-84.
- Ziebart, D. A. & Reiter, S. A. (1992). Bond ratings, bond yields and financial information. *Contemporary Accounting Research*, 9(1), 252-282.